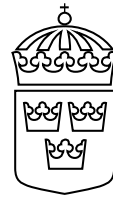


# Regeringens skrivelse

## 2018/19:49



Riksrevisionens rapport om försäljningarna av  
statens aktier i Nordea

Skr.  
2018/19:49

---

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 28 februari 2019

*Stefan Löfven*

*Ibrahim Baylan*  
(Näringsdepartementet)

## Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen redovisar regeringen sin bedömning av de slutsatser och rekommendationer som Riksrevisionen har gjort i rapporten Försäljningarna av statens aktier i Nordea (RiR 2018:29). Vidare redovisar regeringen vilka åtgärder som regeringen vidtagit med anledning av rapporten.

I och med denna skrivelse anser regeringen att Riksrevisionens rapport är slutbehandlad.

# Innehållsförteckning

1	Ärendet och dess beredning .....	3
2	Riksrevisionens iakttagelser och rekommendationer .....	3
2.1	Riksrevisionens granskning.....	3
2.2	Riksrevisionens iakttagelser .....	3
2.2.1	Försäljningen planerades och genomfördes med hänsyn till rådande marknad .....	4
2.2.2	Inget kontinuerligt stöd från oberoende rådgivare .....	4
2.2.3	Inget dokumenterat ställningstagande om Nordeas värde utifrån sakförhållanden i bolaget .....	4
2.2.4	Otydliga skäl för vald försäljningsmetod .....	5
2.2.5	Ingen målbild för rabattens storlek .....	5
2.2.6	Brister i dokumentation och rapportering till riksdagen .....	5
2.3	Riksrevisionens rekommendationer .....	6
3	Regeringens bedömning av Riksrevisionens iakttagelser och rekommendationer .....	6
3.1	Riksrevisionens iakttagelser .....	6
3.1.1	Försäljningen planerades och genomfördes med hänsyn till rådande marknad .....	6
3.1.2	Inget kontinuerligt stöd från oberoende rådgivare .....	7
3.1.3	Inget dokumenterat ställningstagande om Nordeas värde utifrån sakförhållanden i bolaget .....	7
3.1.4	Otydliga skäl för vald försäljningsmetod .....	8
3.1.5	Ingen målbild för rabattens storlek .....	8
3.1.6	Brister i dokumentation och rapportering till riksdagen .....	9
3.2	Riksrevisionens rekommendationer .....	10
3.2.1	Riksrevisionens rekommendationer till regeringen .....	10
3.2.2	Riksrevisionens rekommendationer till Regeringskansliet .....	10
4	Regeringens åtgärder med anledning av Riksrevisionens iakttagelser och rekommendationer .....	11
Bilaga 1	Riksrevisionens rapport Försäljningarna av statens aktier i Nordea (RiR 2018:29) .....	13
Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 28 februari 2019 .....		72

Riksrevisionen har i sin rapport Försäljningarna av statens aktier i Nordea (RiR 2018:29), se *bilagan*, granskat dels om försäljningarna planerades och genomfördes affärsmässigt och i övrigt i enlighet med riksdagens krav och regeringens utgångspunkter för försäljningarna, dels om Regeringskansliet och regeringen har dokumenterat respektive rapporterat försäljningarna till riksdagen så att erfarenheterna kan tillvaratas inför eventuella framtida förändringar i det statliga bolagsinnehavet.

Riksdagen överlämnade Riksrevisionens rapport till regeringen den 16 november 2018.

## 2 Riksrevisionens iakttagelser och rekommendationer

### 2.1 Riksrevisionens granskning

Riksrevisionen har granskat om statens försäljning av aktier i Nordea Bank AB (Nordea) åren 2011–2013 har genomförts affärsmässigt utifrån riksdagens och budgetlagens (2011:203) krav på affärsmässighet vid avyttring av statlig egendom.

Som utgångspunkt för sin granskning har Riksrevisionen inriktat sig på följande frågor:

1. Planerades och genomfördes försäljningarna affärsmässigt och i övrigt i enlighet med riksdagens krav och regeringens utgångspunkter för försäljningarna?
2. Har Regeringskansliet och regeringen dokumenterat respektive rapporterat försäljningarna till riksdagen så att erfarenheterna kan tillvaratas inför eventuella framtida förändringar i det statliga bolagsinnehavet?

### 2.2 Riksrevisionens iakttagelser

Riksrevisionens övergripande slutsats är att statens försäljningar av aktierna i Nordea i flera avseenden planerades och genomfördes affärsmässigt. Riksrevisionen konstaterar att försäljningarna planerades och genomfördes inom utsatt tid och med hänsyn till rådande marknadsmiljö.

Riksrevisionen konstaterar att vissa kritiska rutiner förbättrades successivt mellan de tre försäljningstillfällena, bl.a. har Regeringskansliet utvecklat och tillämpat en strategi för marknadskommunikation och för hur risker för informationsläckage ska förebyggas. Riksrevisionen har även tagit del av underlag från försäljningen av aktier i SAS AB år 2016. Underlaget visar enligt Riksrevisionen att ytterligare utveckling av Regeringskansliets försäljningsarbete har skett efter den granskade perioden.

Granskningen visar också enligt Riksrevisionen på brister i vissa delar av Regeringskansliets försäljningsarbete och regeringens rapportering till riksdagen. Riksrevisionen har i sin granskning gjort följande iakttagelser.

### **2.2.1 Försäljningen planerades och genomfördes med hänsyn till rådande marknad**

Riksrevisionen konstaterar att försäljningarna av Nordeaaktier planerades och genomfördes inom utsatt tid och med hänsyn till rådande marknadsmiljö. Riksrevisionen noterar att regeringen undvek att genomföra försäljningar när marknadsmiljön var ofördelaktig. Därtill förbättrades enligt Riksrevisionen vissa kritiska rutiner successivt mellan de tre försäljningstillfällena. Bland annat har Regeringskansliet som Riksrevisionen ser det utvecklat och tillämpat en strategi för marknadskommunikation och för hur risker för informationsläckage ska förebyggas. Underlag som Riksrevisionen tagit del av från försäljningen av aktier i SAS AB år 2016 visar enligt Riksrevisionen att ytterligare utveckling av Regeringskansliets försäljningsarbete har skett efter den granskade perioden.

### **2.2.2 Inget kontinuerligt stöd från oberoende rådgivare**

Riksrevisionen konstaterar att stora aktieförsäljningar är en ovanlig uppgift för staten. Därför saknas enligt Riksrevisionen kontinuerligt prövade rutiner i Regeringskansliet för att hantera det stora antal handlingsalternativ och beslutssituationer som en säljare av ett omfattande aktieinnehav ställs inför. Likväl behöver som Riksrevisionen ser det staten som säljare ha god förmåga att förhålla sig aktiv till rådgivare, transaktionsbanker och marknad för att kunna fatta välgrundade beslut och uppfylla riksdagens krav på affärsmässighet. Riksrevisionen konstaterar att Regeringskansliet inte anlidade oberoende finansiella rådgivare i försäljningsarbetet, utöver vissa kontakter med anlitad akademisk expertis i den första transaktionen. Riksrevisionen noterar att de finansiella huvudrådgivare som anlidades fick rollen som transaktionsbank i respektive försäljning i en separat upphandling, och att de därför kan ha haft intressen i affären som inte överensstämmer med statens mål med försäljningarna.

### **2.2.3 Inget dokumenterat ställningstagande om Nordeas värde utifrån sakförhållanden i bolaget**

Ett affärsmässigt försäljningsarbete bör enligt Riksrevisionen innefatta att säljaren innan försäljningen inleds tar ställning till om aktiekursen speglar bolagets värde utifrån en egen bedömning om bolagsspecifika sakförhållanden. Trots att Nordeaaktien är väl genomlyst kan Riksrevisionen konstatera att marknadens värderingar, bedömningar och köp- och säljrekommendationer varierade väsentligt inför genomförandet av de respektive försäljningarna. Riksrevisionen konstaterar att Regeringskansliet i försäljningsarbetet inte har dokumenterat sina bedömningar om värdet på Nordeainnehavet utifrån bolagsspecifika sakförhållanden. Riksrevisionen

noterar vidare att det inte heller finns någon dokumentation av eventuella jämförelser med marknadsanalytikernas bedömningar. Skr. 2018/19:49

#### **2.2.4 Otydliga skäl för vald försäljningsmetod**

Riksrevisionen konstaterar att det finns många etablerade metoder för att sälja en stor aktiepost. Flera metoder kan som Riksrevisionen ser det kombineras och utföras på olika sätt. Försäljningsmetoderna har enligt Riksrevisionen olika för- och nackdelar och ställer olika krav på säljare och utförare. Riksrevisionen noterar att det inför regeringens beslut om valet av försäljningsmetod identifierades ett antal styrande kriterier och att Regeringskansliet jämförde metoder med stöd av den finansiella rådgivare som anlitas. Riksrevisionen konstaterar att en akademisk underlagsrapport som beskriver och jämför försäljningsmetoder också beställdes.

Riksrevisionen beskriver att den försäljningsmetod som regeringen beslutade om kallas accelererat orderboksförfarande. Riksrevisionen konstaterar att Regeringskansliets dokumentation är otydlig om varför denna metod förordades utifrån valda kriterier och annat underlag. Det är också för Riksrevisionen oklart vilka av de styrande kriterierna som regeringen ansett viktigast vid beslut om försäljningsmetod. Riksrevisionen konstaterar att den akademiska underlagsrapporten levererades efter att den första delförsäljningen hade genomförts, då väsentliga beslut för avvecklingen som helhet redan hade fattats. Sammantaget anser Riksrevisionen att skälen för regeringens beslut att använda den valda metoden är otydliga och att underlagsrapporterna inte har utnyttjats fullt ut.

#### **2.2.5 Ingen målbild för rabattens storlek**

Riksrevisionen konstaterar att säljaren oftast måste erbjuda rabatt, dvs. ett lägre pris per aktie än aktuell börskurs, vid stora aktieförsäljningar för att efterfrågan på aktierna ska vara tillräcklig. Riksrevisionen noterar att det i underlagsmaterialet från rådgivaren fanns bland annat utförliga uppgifter om uppnådd rabatt vid liknande tidigare försäljningar. Trots det rika datamaterialet och underlag om vilka faktorer som påverkar rabattens storlek, fanns det enligt Riksrevisionen i försäljningsarbetet inte en etablerad målbild för rabattens storlek och genomförandet av försäljningarna har bara delvis anpassats efter målet att uppnå låg rabatt.

#### **2.2.6 Brister i dokumentation och rapportering till riksdagen**

Riksrevisionen konstaterar att regeringen inte har följt upp eller utvärderat vare sig enskilda försäljningar eller avyttringen av Nordeaaktierna som helhet. En konsekvens av detta är som Riksrevisionen ser det att erfarenheter och kunskap från försäljningsarbetet är svårare att tillvarata inför eventuella framtida försäljningar av statligt ägda bolag. Regeringskansliets dokumentation av försäljningsarbetet är enligt Riksrevisionen sparsam. Riksrevisionen anser att det i allmänhet är svårt att följa beslut och överväganden som gjorts under arbetets gång. Dokumentationen från

försäljningarna innehåller enligt Riksrevisionen få ställningstaganden från Regeringskansliet. Riksrevisionen noterar att rabatten inte redovisas av regeringen vid de av riksdagen utpekade rapporteringstillfällena, trots att det enligt Riksrevisionens bedömning är den största kostnaden med försäljningarna och viktigaste resultatindikatorn.

## 2.3 Riksrevisionens rekommendationer

Riksrevisionen anser att erfarenheter från försäljningarna av Nordea och andra större statliga bolagsförsäljningar är viktiga att ta tillvara inför eventuella framtida förändringar i det statliga bolagsinnehavet. Riksrevisionen noterar att granskningen har avsett en marknadsförsäljning av statligt ägda aktier i ett börsnoterat företag och att de lärdomar som kan dras av granskningen således främst gäller för eventuella framtida försäljningar i de två kvarvarande börsnoterade bolagen med statligt ägande, det vill säga Telia Company AB och SAS AB.

Inför framtida försäljningar lämnar Riksrevisionen följande rekommendation till regeringen:

- Utveckla rapporteringen till riksdagen om hur försäljningar har beretts och genomförts, varvid centrala resultatmätt såsom rabatt i förhållande till börskurs bör redovisas.

Inför framtida försäljningar lämnar Riksrevisionen följande rekommendationer till Regeringskansliet:

- Anlita oberoende expertstöd för kompletterande bedömning av huvudrådgivarens underlag.
- Fastställ mätbara mål för försäljningen, exempelvis för rabatt i förhållande till börskurs.
- Dokumentera planeringen och genomförandet av eventuella framtida bolagsförsäljningar så att framsteg i försäljningsarbetet går att följa, med tydliga ställningstaganden och motiv till dessa.

## 3 Regeringens bedömning av Riksrevisionens iakttagelser och rekommendationer

### 3.1 Riksrevisionens iakttagelser

#### 3.1.1 **Försäljningen planerades och genomfördes med hänsyn till rådande marknad**

Regeringen instämmer i Riksrevisionens slutsats att försäljningarna av Nordeaaktier planerades och genomfördes inom utsatt tid och med hänsyn till rådande marknadsmiljö.

### **3.1.2 Inget kontinuerligt stöd från oberoende rådgivare**

Skr. 2018/19:49

Regeringen instämmer i Riksrevisionens påpekande att stora statliga aktieförsäljningar inträffar relativt sällan. Regeringen menar dock att staten som säljare har god förmåga att förhålla sig aktiv till rådgivare, transaktionsbanker och marknad för att kunna fatta välgrundade beslut och uppfylla riksdagens krav på affärsmässighet, bland annat på grund av de rutiner som etablerats vid stora statliga aktieförsäljningar (i dåvarande TeliaSonera AB, Nordea och därefter i SAS AB) samt projektgruppernas samlade erfarenhet. Vid tillsättningen av projektgrupperna för de respektive försäljningarna av aktierna i Nordea togs hänsyn till kompetensbehovet för försäljningar av stora partier aktier.

Projektgrupperna organiserades så att det fanns kompetens från tidigare transaktioner (t.ex. dåvarande TeliaSonera AB 2007 och Nordea 2011) med relevant juridisk och finansiell erfarenhet samt extern transaktionserfarenhet från investmentbank och advokatbyrå inom projektgruppen.

Som Riksrevisionen noterar anlätades akademisk expertis i den första transaktionen. Per Strömberg, forskare och sedan 2011 professor i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm inkom den 7 april 2011 med ett underlag med titeln ”A research summary of the desirability of different sales methods for equity stakes in publicly traded companies”. Detta underlag ingick i det samlade beslutsunderlaget.

För att säkerställa att Regeringskansliets rådgivare förblev oberoende under uppdraget framgick tydligt i förfrågningsunderlag vid upphandlingen, likväl som i avtalet med rådgivaren, att rådgivningsuppdraget inte omfattade transaktion och att upphandlingen av transaktionsbanker skulle genomföras separat efter rådgivningsuppdragets slutförande, vilket också genomfördes vid tidpunkten för transaktionen.

### **3.1.3 Inget dokumenterat ställningstagande om Nordeas värde utifrån sakförhållanden i bolaget**

Regeringen instämmer delvis i Riksrevisionens synpunkt att Regeringskansliet inte har dokumenterat sina bedömningar av värdet på Nordeainnehavet utifrån bolagsspecifika sakförhållanden såsom Riksrevisionen definierar det.

Som framgår av presentationsmaterialet från pressträffarna i samband med transaktionerna var utgångspunkten för försäljningarna att avveckla det statliga ägandet genom att sälja aktier i en god miljö, dvs. vid en tidpunkt med goda marknadsförhållanden. Regeringskansliet följde kontinuerligt relevanta marknadsförhållanden såsom stabiliteten på aktiemarknaden, svenska mikroindikatorer, nivån av riskaversion, marknadssituationen i banksektorn samt Nordeaaktiens utveckling, och dessa marknadsförhållanden dokumenterades löpande.

Vad gäller sakförhållanden i bolaget bistod de finansiella rådgivarna med en kontinuerlig rapportering kring sakförhållanden med betydelse för Nordeas värde, t.ex. vad gäller att rapportera in investerares reaktioner till Nordeas kvartalsresultat. Vidare noterade Regeringskansliet t.ex. att Nordea var ”en av Europas starkaste banker, vilket bekräftades av deras rapport för 2012”.

Regeringskansliet följde kontinuerligt marknadsanalytikernas bedömningar och dokumenterade t.ex. spridningen av Köp, Sälj och Behåll-rekommendationer. Dessa jämfördes över tid och mot andra, för bankaktier relevanta värderingsmått, som marknadspris i relation till bokfört värde samt marknadspris i relation till vinst. Dokumentationen innehåller diskussioner om värdering och ställningstaganden som att ”marknaden ser aktien som fullvärdigt värderad” i relation till riktkursen.

Utifrån denna samlade analys fattades sedan beslut om tidpunkt för försäljning samt storlek på transaktion.

### **3.1.4 Otydliga skäl för vald försäljningsmetod**

Regeringen delar inte Riksrevisionens slutsats att skälen för regeringens beslut att använda den valda metoden är otydliga. Utgångspunkten för regeringen var att avveckla det statliga ägandet och att sälja i god miljö, dvs. vid en tidpunkt med goda marknadsförhållanden. I presentationsmaterialet från pressträffarna i samband med transaktionerna beskrevs hur ett transaktionsförfarande tillämpades för att dra fördel av den goda miljön på marknaden. Skäl som nämns är att ett accelererat orderboks-förfarande når många investerare med en stor volym på kort tid, att det är en vanlig metod för stora transaktioner och att en löpande försäljning över börsen skulle ha blivit en utdragen process, givet den mycket stora volym som skulle säljas.

### **3.1.5 Ingen målbild för rabattens storlek**

Regeringen instämmer delvis i Riksrevisionens slutsats att det inte fanns en etablerad målbild för rabattens storlek. Det är dock marknadens efterfrågan som är avgörande för prissättningen vid marknadstransaktioner. De finansiella rådgivarna konstaterade vid de olika transaktionerna att efterfrågan var god.

Som Riksrevisionen konstaterar skapade Regeringskansliet genom ersättningsmodellen till transaktionsbankerna drivkrafter för dem att eftersträva låg rabatt i förhållande till rådande aktiekurs. Det framgår tydligt av respektive ersättningsmodell vid vilka rabattnivåer som bankerna får en så kallad incentive fee.

Det övergripande målet vid samtliga försäljningar var att avveckla det statliga ägandet i Nordea till bästa möjliga pris. Det konstaterades löpande i dokumentationen att marknadens efterfrågan/riskaptit och transaktionens storlek påverkar priset/rabatten som kan erhållas.

Försäljningar av större poster än de som genomfördes skulle förmodligen ha lett till att marknadens efterfrågan mattats av och sannolikt skulle detta haft en betydande effekt på rabatten. Som en konsekvens av detta såldes innehavet i Nordea genom tre transaktioner. Regeringskansliet anpassade således storlekarna på försäljningen av Nordea för att uppnå låg rabatt.

Vidare användes en så kallad upsizing-option som ett verktyg för att testa investerarnas priskänslighet. En upsizing-option innebär att erbjudandet om att köpa aktier inledningsvis är begränsat i storlek, för att sedan



vid en stark efterfrågan kunna utökas. På så sätt anpassas utbudet till efterfrågan för att nå högsta möjliga pris. Skr. 2018/19:49

Ett annat verktyg som användes för att nå en låg rabatt var en så kallad lock-up. En lock-up är en stabiliseringsmekanism där säljaren förbinder sig att inte sälja fler aktier under en viss period efter försäljningen. Detta innebär att marknaden ser en lägre risk för ytterligare försäljningar, vilket minskar det potentiella utbudet av aktier under perioden och bidrar till ett högre aktiepris.

### **3.1.6 Brister i dokumentation och rapportering till riksdagen**

Regeringen instämmer inte i Riksrevisionens slutsats att regeringen inte har följt upp eller utvärderat vare sig enskilda försäljningar eller avyttringen av Nordeaaktierna som helhet. Regeringskansliet analyserade handeln med Nordeaaktier efter försäljningarna för att bedöma tidpunkten för försäljningarna och för att utvärdera den valda försäljningsmetoden. Uppnådd rabatt jämfördes med rabatter från liknande transaktioner. Regeringskansliet uppdaterade tillsammans med rådgivare kontinuerligt förberedelserutinerna, analyserade marknaderna och analyserade handeln med Nordeaaktier samt möjliga transaktionsstorlekar.

Regeringen lämnar årligen en redogörelse för företag med statligt ägande till riksdagen. Syftet med redogörelsens är att beskriva statens företagsägande och de värden som finns i bolagen med statligt ägande. Redogörelsens innehåll utvecklas löpande i syfte att säkerställa att riksdagen får relevant information.

Vid redovisningen till riksdagen av försäljningar av statligt ägda bolag de senaste åren har följande information redovisats:

1. hur många aktier alternativt hur stor andel som sålts,
2. styckpris alternativt köpeskilling,
3. hur mycket statens ägande minskat om det inte framgått innan,
4. vilka som var rådgivare samt statens försäljningsintäkter och försäljningskostnader.

I nära anslutning till Nordeaförsäljningarna anordnades även pressträffar där försäljningarna presenterades.

Utvärderingen visade att den genomsnittliga aktiekursen sedan den 2 februari 2011, då den första försäljningen genomfördes, till och med den sista försäljningen var 65,50 kronor, att jämföras med de tre transaktionerna (74,50 kronor, 75 kronor och 76 kronor). Den genomsnittliga kursen de senaste fem åren före den sista transaktionen var 64,53 kronor. Slutsatsen var därför att det var framgångsrika transaktioner som gav svenska staten ett bättre pris än den genomsnittliga aktiekursen sedan den 2 februari 2011.

Vad gäller tidpunkt för försäljningarna var utgångspunkten att sälja aktier i en god miljö, dvs. vid en tidpunkt med goda marknadsförhållanden. Det kunde konstateras att förutsättningarna för att marknaden skulle kunna absorbera en större placering var goda, att det rådde en minskad oro på de finansiella marknaderna och att banksektorn hade återhämtat sig efter finanskrisen. Detta visades i presentationsmaterial efter försäljningarna

med grafer som visade bland annat volatiliteten på aktiemarknaden, globala börsindex och risknivå på låne marknaden.

Vad gäller utvärdering av försäljningsarbetet och kunskapsöverföring har skriftligt erfarenhetsutbyte skett genom den dokumentation som upprättats inom ramen för varje transaktion. Dokumentationen i varje ny transaktion har utgått ifrån den som upprättades i transaktionen innan. Det sker även en löpande dialog inom bolagsförvaltningen kring bästa praxis vid försäljningar.

## 3.2 Riksrevisionens rekommendationer

### 3.2.1 Riksrevisionens rekommendationer till regeringen

#### **Utveckla rapporteringen till riksdagen om hur försäljningar har beretts och genomförts**

Enligt Riksrevisionen bör centrala resultatmätt såsom rabatt i förhållande till börskurs redovisas.

Regeringen instämmer i Riksrevisionens rekommendation att utveckla rapporteringen till riksdagen om hur försäljningar har beretts och genomförts. Centrala resultatmätt såsom rabatt i förhållande till börskurs bör redovisas. Redovisningen bör anpassas till komplexiteten i respektive transaktionsstruktur så att informationen är relevant. En försäljning av ett antal marknadsnoterade aktier över börs med ett marknadspris är en helt annan process än en icke-publik försäljning av ett helt bolag och rapporteringen bör anpassas därefter.

### 3.2.2 Riksrevisionens rekommendationer till Regeringskansliet

#### **Anlita oberoende expertstöd för kompletterande bedömning av huvudrådgivarens underlag**

Regeringen instämmer i Riksrevisionens rekommendation att anlita oberoende expertstöd för kompletterande bedömning av huvudrådgivarens underlag. Detta bör dock enbart göras om behov finns.

Enligt Riksrevisionens bästa praxis ska säljaren tillsätta en projektorganisation med lämplig kompetens bestående av interna och externa resurser. Om säljaren bedömer att den behöver förstärka sin kompetens på grund av begränsad direkt erfarenhet av att planera och genomföra försäljningar och/eller på grund av den planerade försäljningens komplexitet, kan det finnas skäl att överväga att anlita en separat rådgivare som biträde i hanteringen av andra rådgivare och transaktionsbanker.

Regeringen gör bedömningen att det är viktigt att anlita stöd utifrån de behov som identifieras i varje specifik försäljningssituation.

## **Fastställa mätbara mål för försäljningen, exempelvis för rabatt i förhållande till börskurs**

Skr. 2018/19:49

Regeringen instämmer delvis i Riksrevisionens rekommendation att fastställa mätbara mål för försäljningen.

Mål bör utformas efter respektive situation och försäljningsstruktur. Målen bör ta hänsyn till den övergripande målsättningen. Målsättningen behöver inte nödvändigtvis vara en specifik rabatt i förhållande till börskurs utan kan vara t.ex. att maximera köpeskillingen och att avveckla det statliga ägandet.

## **Dokumentera planeringen och genomförandet av eventuella framtida bolagsförsäljningar bättre**

Enligt Riksrevisionen bör dokumentationen göras så att framsteg i försäljningsarbetet går att följa, med tydliga ställningstaganden och motiv till dessa.

Regeringen instämmer i Riksrevisionens rekommendation. Dokumentationen av förvaltningen ska, utöver att möjliggöra insyn, göra det möjligt att följa viktigare händelseförlopp som rör bolagen med statligt ägande och som kräver ägarens ställningstagande. Dokumentationen ska vidare ge en god överblick över ställningstaganden som har skett i sådana frågor och på vilka underlag ställningstagandena grundats.

## **4 Regeringens åtgärder med anledning av Riksrevisionens iakttagelser och rekommendationer**

Regeringen har riksdagens uppdrag att aktivt förvalta bolagen med statligt ägande så att den långsiktiga värdeutvecklingen blir den bästa möjliga och, i förekommande fall, att de särskilt beslutade samhällsuppdragen utförs väl. I syfte att säkerställa en aktiv och professionell förvaltning av statens tillgångar i form av aktierna i bolagen med statligt ägande har Regeringskansliet utvecklat ett antal verktyg och processer för sitt arbete, vilka regeringen avser att även fortsättningsvis kontinuerligt utvärdera och förbättra.

Regeringen avser att fortsätta utveckla rapporteringen till riksdagen om hur försäljningar har beretts och genomförts. Centrala resultatmätt såsom rabatt i förhållande till börskurs bör redovisas. Redovisningen bör anpassas till komplexiteten i respektive transaktionsstruktur så att informationen är relevant.

Vid framtida försäljningar avser regeringen att vid behov anlita oberoende expertstöd för kompletterande bedömning av huvudrådgivarens underlag.

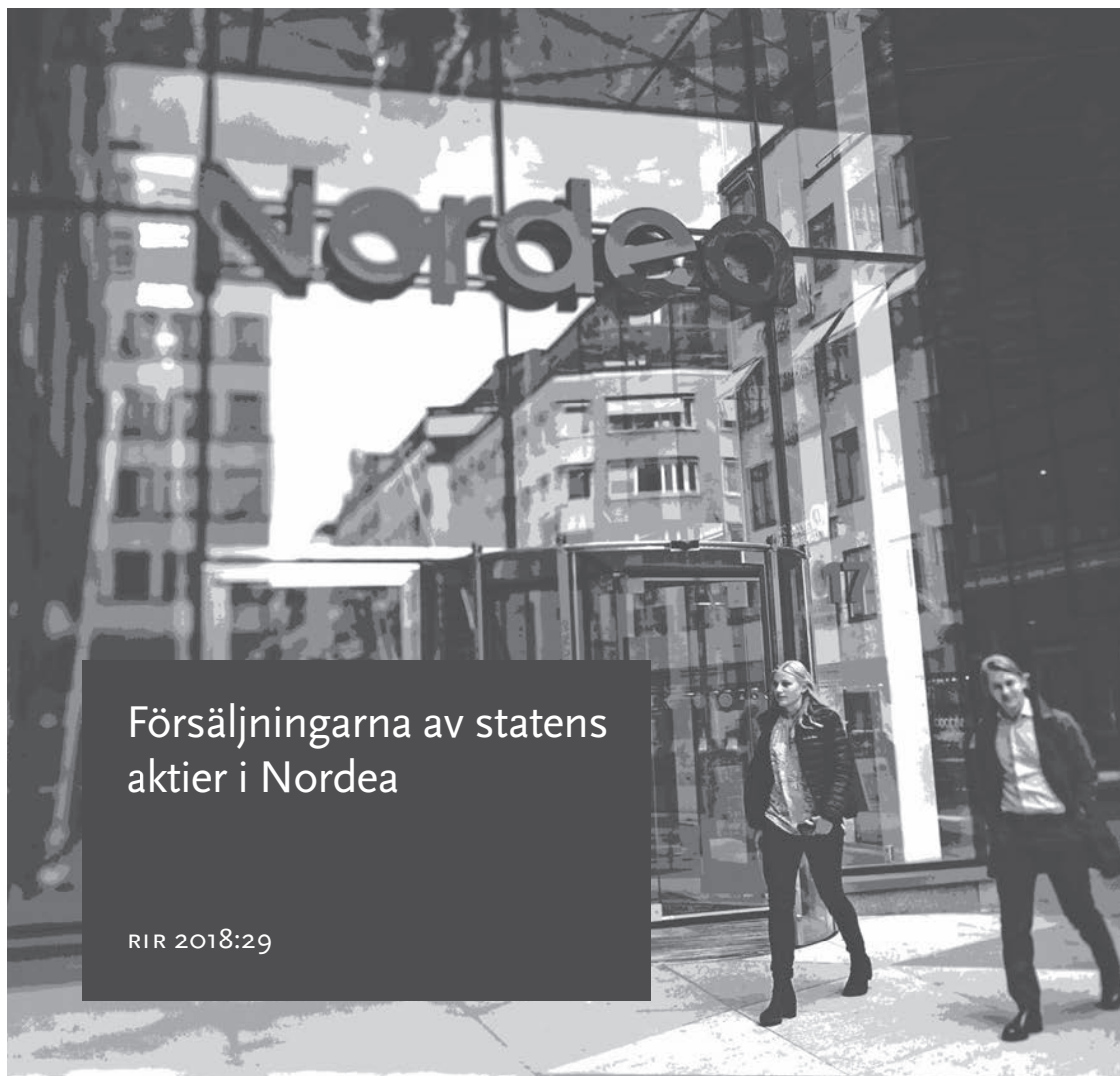
Regeringen avser även att fastställa mätbara mål för kommande försäljningar givet respektive situation och försäljningsstruktur.

I fråga om dokumentation avser regeringen att dokumentera planeringen och genomförandet av eventuella framtida bolagsförsäljningar så att

Skr. 2018/19:49

framsteg i försäljningsarbetet går att följa, med tydliga ställningstaganden och motiv till dessa.

I och med denna skrivelse anser regeringen att Riksrevisionens rapport är slutbehandlad.



## Försäljningarna av statens aktier i Nordea

RIR 2018:29



RIKSREVISIONEN

Riksrevisionen är en myndighet under riksdagen med uppgift att granska den verksamhet som bedrivs av staten. Vårt uppdrag är att genom oberoende revision skapa demokratisk insyn, medverka till god resursanvändning och effektiv förvaltning i staten.

Riksrevisionen bedriver både årlig revision och effektivitetsrevision. Denna rapport har tagits fram inom effektivitetsrevisionen, vars uppgift är att granska hur effektiv den statliga verksamheten är. Effektivitetsgranskningar rapporteras sedan 2011 direkt till riksdagen.

RIKSREVISIONEN

---

ISBN 978-91-7086-500-8

RIR 2018:29

OMSLAGETS ORIGINALFOTO: JONAS EKSTRÖMER

TRYCK: RIKSDAGENS INTERNTRYCKERI, STOCKHOLM 2018

*Härmed överlämnas enligt 9 § lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m. följande granskningsrapport:*

## Försäljningarna av statens aktier i Nordea

Riksrevisionen har granskat statens genomförande av försäljningarna av aktier i Nordea Bank AB 2011 och 2013. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport. Den innehåller slutsatser och rekommendationer som avser regeringen och Regeringskansliet.

Riksrevisor Helena Lindberg har beslutat i detta ärende. Revisor Peter Jörgensen har varit föredragande. Ämnessakkunnig Dimitrios Ioannidis och tillförordnad enhetschef Bengt Lewin har medverkat i den slutliga handläggningen.

Helena Lindberg

Peter Jörgensen

*För kännedom:*

Regeringskansliet; Näringsdepartementet

Skr. 2018/19:49  
Bilaga 1

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

RIKSREVISIONEN



# Innehåll

Sammanfattning och rekommendationer	5
1 Inledning	9
1.1 Bakgrund	9
1.2 Motiv till granskning	9
1.3 Syfte och frågeställningar	11
1.4 Bedömningsgrunder	12
1.5 Metod och genomförande	15
1.6 Rapportens disposition	17
2 Planeringen av försäljningsarbetet	18
2.1 Regeringskansliets kapacitet för stora aktieförsäljningar	18
2.2 Analysen av bolaget Nordea	19
2.3 Bevakningen av Nordeaaktien	20
3 Valet och genomförandet av försäljningsmetoden	23
3.1 Jämförelserna av försäljningsmetoder	23
3.2 Användningen av underlagsrapporter	25
3.3 Genomförandet av försäljningarna	29
4 Dokumentationen och redovisningen av försäljningsarbetet	32
4.1 Erfarenheterna från tidigare bolagsförsäljningar	32
4.2 Dokumentationen av förberedelsearbetet	33
4.3 Uppföljningar och utvärderingar av försäljningarna	34
4.4 Redovisningen av försäljningarna	35
5 Slutsatser	36
5.1 Försäljningen planerades och genomfördes med hänsyn till rådande marknad	36
5.2 Inget kontinuerligt stöd från oberoende rådgivare	36
5.3 Otydliga skäl för vald försäljningsmetod	37
5.4 Ingen målbild för rabattens storlek	37
5.5 Inget dokumenterat ställningstagande om Nordeas värde utifrån sakförhållanden i bolaget	37
5.6 Brister i dokumentation och rapportering till riksdagen	38
Referenslista	39
Bilaga 1. Statens bolagsförsäljningar sedan 2007	41
Bilaga 2. Översikt över försäljningsmetoder i Regeringskansliets underlag	42
Bilaga 3. Analyser som ligger till grund för granskningens resultat	43
Bilaga 4. Bästa praxis	48
Bilaga 5. Regeringens utgångspunkter för försäljningarna	53

Skr. 2018/19:49  
Bilaga 1

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

RIKSREVISIONEN

## Sammanfattning och rekommendationer

Svenska staten sålde sitt aktieinnehav i Nordea Bank AB uppdelat i tre separata försäljningstillfällen 2011 och 2013. Den sammanlagda försäljningsintäkten uppgick till cirka 60 miljarder kronor. Avyttringarna beslutades av regeringen efter bemyndigande av riksdagen. I samband med bemyndigandet uttalade riksdagen att försäljningarna skulle genomföras affärsmässigt, det vill säga att inga andra hänsyn än hög försäljningsintäkt skulle eftersträvas. Det praktiska arbetet med att planera och genomföra försäljningarna sköttes av Regeringskansliet, med stöd av anlitade rådgivare.

Riksrevisionen har granskat statens försäljning av aktierna i Nordea, med fokus på förberedelser och planeringsarbete, genomförandet av försäljningarna samt dokumentationen av affärerna inklusive regeringens rapportering till riksdagen. Det huvudsakliga motivet till granskningen har varit att försäljningarna var statsfinansiellt betydelsefulla och att erfarenheterna från försäljningsarbetet ska kunna tillvaratas inför eventuella avyttringar av andra statliga aktieinnehav i framtiden.

Syftet med granskningen har varit att undersöka om statens försäljning av Nordeaaktierna 2011–2013 har genomförts affärsmässigt, utifrån riksdagens och budgetlagens krav på affärsmässighet vid avyttring av statlig egendom. Syftet har inte varit att granska försäljningsresultatet i sig.

Granskningen har inriktats mot följande frågeställningar:

1. Planerades och genomfördes försäljningarna affärsmässigt och i övrigt i enlighet med riksdagens krav och regeringens utgångspunkter för försäljningarna?
2. Har Regeringskansliet och regeringen dokumenterat respektive rapporterat försäljningarna till riksdagen så att erfarenheterna kan tillvaratas inför eventuella framtida förändringar i det statliga bolagsinnehavet?

### Granskningens resultat

Riksrevisionens övergripande slutsats är att statens försäljningar av aktierna i Nordea i flera avseenden planerades och genomfördes affärsmässigt. Försäljningarna planerades och genomfördes inom utsatt tid och med hänsyn till rådande marknadsmiljö. Vissa kritiska rutiner förbättrades successivt mellan de tre försäljningstillfällena. Bland annat har Regeringskansliet utvecklat och tillämpat en strategi för marknadskommunikation och för hur risker för informationsläckage ska förebyggas. Riksrevisionen har även tagit del av underlag från försäljningen av SAS-aktier 2016. Underlaget visar att ytterligare utveckling av Regeringskansliets försäljningsarbete har skett efter den granskade perioden.

#### FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Granskningen visar också på brister i vissa delar av Regeringskansliets försäljningsarbete och regeringens rapportering till riksdagen. En sammanfattning av dessa iakttagelser följer nedan.

#### Inget kontinuerligt stöd från oberoende rådgivare

Stora aktieförsäljningar är en ovanlig uppgift för staten. Därför saknas kontinuerligt prövade rutiner i Regeringskansliet för att hantera det stora antal handlingsalternativ och beslutssituationer som en säljare av ett omfattande aktieinnehav ställs inför. Likväl behöver staten som säljare ha god förmåga att förhålla sig aktivt till rådgivare, transaktionsbanker och marknad för att kunna fatta välgrundade beslut och uppfylla riksdagens krav på affärsmässighet. Riksrevisionen konstaterar att Regeringskansliet inte anlidade oberoende finansiella rådgivare i försäljningsarbetet, utöver vissa kontakter med anlitad akademisk expertis i den första transaktionen. De finansiella huvudrådgivare som anlidades fick i en separat upphandling rollen som transaktionsbank i respektive försäljning och kan därför ha haft intressen i affären som inte överensstämmer med statens mål med försäljningarna.

#### Inget dokumenterat ställningstagande om Nordeas värde utifrån sakförhållanden i bolaget

Ett affärsmässigt försäljningsarbete bör innefatta att säljaren innan försäljningen inleds tar ställning till om aktiekursen speglar bolagets värde utifrån en egen bedömning om bolagsspecifika sakförhållanden. Trots att Nordeaaktien är väl genomlyst kan Riksrevisionen konstatera att marknadens värderingar, bedömningar och köp- och säljrekommendationer varierade väsentligt inför genomförandet av de respektive försäljningarna. Regeringskansliet har i försäljningsarbetet inte dokumenterat sina bedömningar om värdet på Nordeainnehavet utifrån bolagsspecifika sakförhållanden. Det finns heller ingen dokumentation av eventuella jämförelser med marknadsanalytikernas bedömningar.

#### Otydliga skäl för vald försäljningsmetod

Det finns många etablerade metoder för att sälja en stor aktiepost. Flera metoder kan kombineras och utföras på olika sätt. Försäljningsmetoderna har olika för- och nackdelar och ställer olika krav på säljare och utförare. Inför regeringens beslut om valet av försäljningsmetod identifierades ett antal styrande kriterier. Regeringskansliet jämförde metoder med stöd av den finansiella rådgivare som anlidades. En akademisk underlagsrapport som beskriver och jämför försäljningsmetoder beställdes också.

Den försäljningsmetod som regeringen beslutade om kallas accelererat orderboksförfarande. Riksrevisionen konstaterar att Regeringskansliets

dokumentation är otydlig om varför denna metod förordades utifrån valda kriterier och annat underlag. Det är också oklart vilka av de styrande kriterierna som regeringen ansett viktigast vid beslut om försäljningsmetod. Den akademiska underlagsrapporten levererades efter att den första delförsäljningen hade genomförts, då väsentliga beslut för avvecklingen som helhet redan hade fattats. Sammantaget anser Riksrevisionen att skälen för regeringens beslut att använda den valda metoden är otydliga och att underlagsrapporterna inte har utnyttjats fullt ut.

### Ingen målbild för rabattens storlek

Vid stora aktieförsäljningar måste säljaren oftast erbjuda rabatt, dvs. ett lägre pris per aktie än aktuell börskurs, för att efterfrågan på aktierna ska vara tillräcklig. I underlagsmaterialet från rådgivaren fanns bland annat utförliga uppgifter om uppnådd rabatt vid liknande tidigare försäljningar. Trots det rika datamaterialet och underlag om vilka faktorer som påverkar rabattens storlek, fanns det i försäljningsarbetet inte en etablerad målbild för rabattens storlek och genomförandet av försäljningarna har bara delvis anpassats efter målet att uppnå låg rabatt.

### Brister i dokumentation och rapportering till riksdagen

Regeringen har inte följt upp eller utvärderat vare sig enskilda försäljningar eller avyttringen av Nordeaaktierna som helhet. En konsekvens av detta är att erfarenheter och kunskap från försäljningsarbetet är svårare att tillvarata inför eventuella framtida försäljningar av statligt ägda bolag. Regeringskansliets dokumentation av försäljningsarbetet är sparsam. Det är i allmänhet svårt att följa beslut och överväganden som gjorts under arbetets gång. Dokumentationen från försäljningarna innehåller få ställningstaganden från Regeringskansliet. Rabatten redovisas inte av regeringen i de av riksdagen utpekade rapporteringstillfällena, trots att det är den största kostnaden med försäljningarna och viktigaste resultatindikatorn.

### Rekommendationer

Riksrevisionen anser att erfarenheter från denna och andra större statliga bolagsförsäljningar är viktiga att ta tillvara inför eventuella framtida förändringar i det statliga bolagsinnehavet. Granskningen har avsett en marknadsförsäljning av statligt ägda aktier i ett börsnoterat företag. De lärdomar som kan dras av granskningen gäller således främst för eventuella framtida försäljningar i de två kvarvarande börsnoterade bolagen med statligt ägande, det vill säga Telia Company AB och SAS AB.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Vid framtida försäljningar rekommenderar Riksrevisionen regeringen att:

- utveckla rapporteringen till riksdagen om hur försäljningar har beretts och genomförts. Centrala resultatmått såsom rabatt i förhållande till börskurs bör redovisas.

Vid framtida försäljningar rekommenderar Riksrevisionen Regeringskansliet att:

- anlita oberoende expertstöd för kompletterande bedömning av huvudrådgivarens underlag
- fastställa mätbara mål för försäljningen, exempelvis för rabatt i förhållande till börskurs
- dokumentera planeringen och genomförandet av eventuella framtida bolagsförsäljningar så att framsteg i försäljningsarbetet går att följa, med tydliga ställningstaganden och motiv till dessa.

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Svenska staten sålde hela sitt aktieinnehav i Nordea vid tre försäljningar under 2011 och 2013. Den sammanlagda försäljningsintäkten uppgick till ca 60 miljarder kronor. Avyttringen av statens aktier i Nordea är den hittills näst största statliga bolagsförsäljningen i Sverige. Innan den första försäljningen 2011 ägde svenska staten 19,9 procent av aktierna i Nordea. Regeringen hade då varit bemyndigad av riksdagen att sälja Nordea sedan staten tog över hela ägandet i dåvarande Nordbanken i början av 1990-talet<sup>1</sup>. Det senaste bemyndigandet att sälja aktierna i Nordea kom 2006<sup>2</sup>. En projektgrupp på Regeringskansliet genomförde det praktiska arbetet i planeringen och försäljningarna tillsammans med anlitade rådgivare<sup>3</sup>. Regeringen fattade beslut med stöd av Regeringskansliets framtagna beslutsunderlag. I februari 2011 såldes aktier värda nästan 19 miljarder kronor, i juni 2013 såldes aktier för 19,5 miljarder kronor och i september 2013 såldes resterande aktier för 21,5 miljarder kronor. Vid samtliga försäljningar såldes aktierna med rabatt<sup>4</sup> i förhållande till aktiekursen vid börsens stängning. Rabatten uppgick sammantaget till ca 2,9 miljarder kronor eller ca 4,6 procent.

Riksdagens bemyndigande<sup>5</sup> att sälja aktierna i Nordea framhöll att försäljningen uteslutande skulle ske med hänsyn till affärsmässighet, dvs. utan att ta andra hänsyn än att eftersträva hög försäljningsintäkt. Riksdagen tog däremot inte ställning till när försäljningen skulle ske. Inte heller regeringen pekade ut en tidsram för avyttringen av aktierna, men gjorde gällande att statligt ägda bolag<sup>6</sup> till ett värde av 50 miljarder kronor skulle säljas årligen under en treårsperiod.

## 1.2 Motiv till granskning

Det föreligger flera risker för staten i rollen som säljare av större aktieinnehav. Intäkterna från försäljningarna kan bli lägre än förväntat. Brister i planering och genomförande av försäljningarna kan drabba statens förtroende och rykte som aktör på aktiemarknaden, samt allmänhetens förtroende för staten som förvaltare av gemensamt ägda tillgångar. Utmaningarna och riskerna med försäljningar av stora aktieposter ställer krav på statens förmåga att noggrant planera och

<sup>1</sup> Prop. 1991/92:153 om rekonstruktion av Nordbanken, bet. 1991/92:NU36, protokoll 1991/92:128.

<sup>2</sup> Prop. 2006/07:57 om försäljning av vissa statliga bolag, bet. 2006/07:NU16, rskr 2006/07:217.

<sup>3</sup> Finansiell rådgivare var i den första försäljningen Nomura och i den andra och tredje försäljningen Morgan Stanley. Mannheimer Swartling var juridisk rådgivare i samtliga försäljningar.

<sup>4</sup> Vid stora aktieförsäljningar måste säljaren oftast erbjuda rabatt, dvs. ett lägre pris per aktie än aktuellt börskurs, för att efterfrågan på aktierna ska vara tillräcklig.

<sup>5</sup> Prop. 2006/07:57 om försäljning av vissa statliga bolag, bet. 2006/07:NU16, rskr 2006/07:217.

<sup>6</sup> Propositionen omfattar även Civitas Holding AB, SBAB, Vin & Sprit, OMX AB, TeliaSonera.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

strukturera försäljningen på ett sätt som maximerar intäkterna och förebygger riskerna. Staten måste ha förmåga att ta fram, bedöma och använda beslutsunderlag, förstå finansiella marknader och jämföra handlingsalternativ för att fatta välgrundade och medvetna beslut. Staten måste också skapa drivkrafter för anlitate transaktionsbanker som är i enlighet med statens intressen och tillse att försäljningen redovisas och utvärderas på ett sätt som utvecklar statens rutiner och förmåga att hantera stora aktieaffärer.

Utöver aktieförsäljningarnas statsfinansiella betydelse är det huvudsakliga motivet för Riksrevisionens granskning av statens försäljningar av aktier i Nordea att erfarenheterna från försäljningsarbetet ska kunna tillvaratas inför eventuella avvitrningar av andra statliga aktieinnehav i framtiden. Några av statens tidigare aktieförsäljningar har utvärderats av regeringen<sup>7</sup> och granskats av Riksrevisionens<sup>8</sup>. I bägge fallen identifierades förbättringspotential inför eventuella framtida försäljningar. Staten äger fortfarande betydande värden i börsnoterade bolag<sup>9</sup> och kan komma att sälja aktier igen. Regeringens möjlighet till kunskapsstöd och utvärdering av bolagsförsäljningar minskade i och med att Rådet för försäljningar av aktier i bolag med statligt ägande lades ned<sup>10</sup>.

Riksrevisionen har haft möjlighet att studera dokumentationen från försäljningarna av Nordeainnehavet och har därför kunnat granska och bedöma själva försäljningsprocessen. Trots att försäljningarna genomfördes för fem respektive sju år sedan har granskningen hög relevans då staten fortfarande äger betydande aktieinnehav i andra börsbolag. Till skillnad från SAS-försäljningen 2016 är projektakterna för Nordeaförsäljningarna på Näringsdepartement avslutade och därför lämpligare att granska. Riksrevisionen har läst dokumentationen från SAS-försäljningen i jämförande syfte.

Ett välutvecklat säljarbete för att avvitra stora aktieposter innefattar många delmoment och beslut och ställer stora kunskapskrav på säljaren. Vi har därför fokuserat granskningen på hur staten har genomfört försäljningen, vilket inbegriper planering, förberedelser och uppföljning. Det är genom fokus på försäljningsarbetet, och inte i första hand på resultatet, som Riksrevisionen kan bidra till att staten är en affärsmässig aktör på aktiemarknaden. Slutresultatet av försäljningen i termer av intäkter och kostnader är viktigt men ett enskilt resultat ger inte information om huruvida försäljningsarbetet är välutvecklat.

---

<sup>7</sup> Promemoria, Riksrevisionens underlag för granskning av Regeringens försäljning av Vin & Sprit AB, RiR 2009:9.

<sup>8</sup> Riksrevisionen (2008). Regeringens försäljning av åtta procent av aktierna i TeliaSonera. RiR 2008:12.

<sup>9</sup> Den 3 september 2018 är värdet på innehavet i Telia Company 66,1 mdkr och i SAS 1,3 mdkr. Bloomberg, <https://www.bloomberg.com>.

<sup>10</sup> Rådet var verksamt mellan 2007 och 2010.



### 1.3 Syfte och frågeställningar

Syftet med granskningen har varit att undersöka om statens försäljning av Nordeaaktierna 2011–2013 har genomförts affärsmässigt, utifrån riksdagens och budgetlagens krav på affärsmässighet vid avyttring av statlig egendom. Genom granskningen vill Riksrevisionen främja allmänhetens förståelse för om försäljningarna följt riksdagens krav och bidra till att staten tillvaratar lärdomar från försäljningarna inför eventuella kommande försäljningar av aktier i statligt ägda bolag.

Revisionsfrågorna lyder:

1. Planerades och genomfördes försäljningarna affärsmässigt och i övrigt i enlighet med riksdagens krav och regeringens utgångspunkter för försäljningarna?
2. Har Regeringskansliet och regeringen dokumenterat respektive rapporterat försäljningarna till riksdagen så att erfarenheterna kan tillvaratas inför eventuella framtida förändringar i det statliga bolagsinnehavet?

I den fortsatta framställningen avser aspekter kring beslut och redovisning regeringen, medan frågor kring beredning och genomförande av försäljningarna avser Regeringskansliet.

#### Avgränsningar

Granskningen har handlat om huruvida försäljningarna genomförts affärsmässigt, från planering, förberedelser, genomförande till uppföljning och utvärdering. Försäljningsresultatet har kommenterats men ligger inte i fokus, eftersom enskilda försäljningsresultat inte visar om försäljningsarbetet är välutvecklat. Granskningen omfattar inte möjligheter och risker med statligt ägande i Nordea, t.ex. utdelningar, branschutveckling och andra faktorer som kunnat påverka värdet av statens aktieinnehav i Nordea om aktierna hade varit kvar i statens ägo.

## 1.4 Bedömningsgrunder

Riksdagens bemyndigande – endast affärsmässig hänsyn och noggranna analyser och dokumentation

Enligt 8 kap. 7 § budgetlagen<sup>11</sup> (2011:203) ska försäljning av statens egendom genomföras affärsmässigt, om inte särskilda skäl talar mot det. Med affärsmässighet avses att priset blir så fördelaktigt som möjligt för staten och att försäljning inte sker till underpris<sup>12</sup>. Näringsutskottet framhåller i upprepade ställningstaganden vikten av affärsmässig hänsyn i eventuella försäljningar av aktier i Nordea. Näringsutskottet framhåller t.ex. i sitt ställningstagande med anledning av regeringens begäran om bemyndigande att sälja aktier i Nordea 2006 att "avyttringarna måste göras så att statens förmögenhetsvärde inte skadas", att regeringen "bör följa budgetlagen och inte ta andra än affärsmässiga hänsyn när försäljningarna genomförs" och att det är viktigt med dokumentation som möjliggör för riksdagen att följa försäljningsprocessen.<sup>13</sup>

Därtill erinrar Näringsutskottet i samma ställningstagande om att regeringen i propositionen har meddelat att den kommer att göra "ytterligare mycket noggranna analyser och arbetsplaner innan försäljningarna genomförs". Vidare uttrycker Näringsutskottet att delårsrapporter för de statligt ägda företagen är "naturliga rapporteringstillfällen" för försäljningarna. Även Finansutskottets ståndpunkt är att inga andra hänsyn än affärsmässighet ska gälla när försäljningen genomförs.<sup>14</sup> Finansutskottet framhåller i sitt yttrande vikten av att försäljningsprocessen dokumenteras väl för att underlätta efterhandskontroller och granskning från riksdagen.<sup>15</sup>

### Andra relevanta riksdagsbeslut

Även erfarenheter från tidigare försäljningar av statliga bolagstillgångar och rekommendationer från Riksrevisionens granskning av försäljningen av aktier i TeliaSonera (numera Telia Company)<sup>16</sup>, är relevanta som bedömningsgrunder. I sitt betänkande med anledning av regeringens redogörelse för företaget med statligt

---

<sup>11</sup> Regeringsformen och budgetlagen:  
Regeringen förvaltar och förfogar enligt 9 kap. 8 § regeringsformen med vissa undantag över statens tillgångar. I 9 kap. 11 § stadgas att ytterligare bestämmelser om riksdagens och regeringens befogenheter och skyldigheter i fråga om budgeten meddelas i riksdagsordningen och särskild lag.

<sup>12</sup> Prop. 2010/11:40 s. 153, bet. 2010/11: KU14; rskr 2010/11:177; 2010/11:178  
Jmf med prop. 1995/96:220, bet. 1996/97: KU3, rskr 1996/97:27.

<sup>13</sup> Prop. 1991/92:21, bet. 1991/92:NU04, Prop. 1991/92:153, bet. 1991/92:NU36, protokoll 1991/92:128; Prop. 2006/07:57, bet. 2006/07:NU16, rskr 2006/07:217.

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> Prop. 2006/07:57, bet. 2006/07:NU16, rskr 2006/07:217.

<sup>16</sup> Riksrevisionen (2008). Regeringens försäljning av åtta procent av aktierna i TeliaSonera. 2008:12.

ägande 2008 utgår Näringsutskottet från att regeringen "vid framtida försäljningar beaktar vad som redovisas om åtgärder avseende beredning och genomförande av en försäljning och hur uppföljning och dokumentation sker"<sup>17</sup>. I sitt ställningstagande med anledning av regeringens redogörelse för företag med statligt ägande 2009 uttryckte Näringsutskottet att information från granskningen av försäljningen av Vin & Sprit är viktiga för regeringen och riksdagen. Likaså underströk utskottet i sitt ställningstagande vikten av att redovisningar i budgetpropositioner och i regeringens skrivelse om statliga företag är fullödiga.<sup>18</sup>

## Bästa praxis – principer för ett affärsmässigt genomförande

### *Bästa praxis – vägen dit*

För att konkretisera bedömningsgrunden om affärsmässighet har Riksrevisionen försökt att identifiera de krav på som bör ställas på en säljares rutiner och processer i planeringen, genomförandet och uppföljningen av försäljningarna.

Med begreppet bästa praxis menas rutiner och hantering som enligt expertis förknippas med framgångsrikt resultat. Den har sammanställts utifrån:

- de aspekter som ett statligt revisionsorgan enligt INTOSAI<sup>19</sup> behöver beakta i granskning av statliga försäljningar av bolag.<sup>20</sup>
- erfarenheter från granskningen av en statlig aktieförsäljning i Storbritannien<sup>21</sup>, utförd av NAO 2016.
- riksrevisionens tidigare framtagna bästa praxis vid granskningen av regeringens försäljning av aktier i TeliaSonera 2007. Det finns en stor grad av överensstämmelse avseende bästa praxis mellan NAO:s och Riksrevisionens granskningar. Aktualiteten i bästa praxis har också testats genom avstämning med granskningens externa referensperson och med andra experter inom området.

Den bästa praxis som Riksrevisionen använde i granskningen av regeringens försäljning av aktier i TeliaSonera bedömdes av två externa experter i samband med granskningens publicering. Experterna bedömde att denna bästa praxis var relevant och lämplig som utgångspunkt för genomförandet av granskningen.

Samma bästa praxis har också blivit bedömd i en externt publicerad expertkommentar.<sup>22</sup> Expertkommentaren fann att den transaktionsprocess som

<sup>17</sup> Rskr. 2007/08:120, bet. 2008/09:NU4, rskr. 2008/09:155; rskr. 2008/09:156.

<sup>18</sup> Rskr. 2008/09:120, bet. 2009/10:NU4, rskr. 2009/10:197; 2009/10:198.

<sup>19</sup> The International Organisation of Supreme Audit Institutions.

<sup>20</sup> En sammanfattning av riktlinjerna finns med som bilaga, se även INTOSAI (1998), *Guidelines on Best Practice for the Audit of Privatizations*. ISSAI 5210.

<sup>21</sup> National Audit Office (2017). The first sale of shares in Royal Bank of Scotland.

<sup>22</sup> Blendow Lexnova Expertkommentar – *Affärsjuridik*, april 2010, Robert Sevenius, *Best practice – en norm för att granska statens företagsöverlåtelser*.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Riksrevisionen bedömt de statliga försäljningarna mot stämmer överens med faktiskt iakttagna affärsmönster i näringslivet vid överlåtelse av privatägda företag och aktier. Enligt kommentaren stämmer den bästa praxis som Riksrevisionen använt i allt väsentligt med både praktiska erfarenheter och teoretiska studier.

*Bästa praxis – översiktligt innehåll*

Här följer en översiktlig presentation av vad som bör känneteckna säljarens agerande enligt bästa praxis. En utförlig beskrivning av bästa praxis finns i bilaga 4.

- Säljaren ska tillvarata egna och andras erfarenheter av tidigare genomförda försäljningar.
- Säljaren ska ha en tydlig uppfattning om värdet av den tillgång som ska säljas.
- Säljaren ska fortlöpande följa utvecklingen på relevanta marknader.
- Säljaren ska fastställa mål för försäljningen som helst ska vara mätbara. Utifrån målfunktionen ska säljaren ta fram en lista över åtgärder och prioriteringar som ska stödja uppnåendet av målen.
- Säljaren ska bedöma och hantera potentiella risker.
- Säljaren ska tillsätta en projektorganisation med lämplig kompetens.
- Säljaren ska sträva efter att uppfattas av investerare och marknad som tillförlitlig och vederhäftig samt uttrycka och eftersträva grundade förväntningar om försäljningsresultat.
- När säljaren väljer försäljningsmetod ska säljaren värdera fördelar/nackdelar och risker med olika metoder utifrån målfunktionen samt att nödvändig kompetens finns för att som säljare hantera metoden i fråga.
- Möjlig volym bör ställas mot möjligt pris. För större aktieförsäljningar är rabatten ofta den viktigaste kostnaden. Säljarens mål bör inkludera mål för rabattnivån som relaterar rabatten till jämförbara transaktioner och prognoser. Säljaren bör skapa förutsättningar för en så låg rabatt som möjligt, givet försäljningens mål.
- Säljaren ska dokumentera och utvärdera försäljningen utförligt inför framtida försäljningar.

**Regeringens utgångspunkter för försäljningarna – planering för avyttringen**

Regeringskansliets dokumentation av de genomförda försäljningarna av aktier i Nordea innehåller internt material från Regeringskansliets arbete samt kommunikation med de olika rådgivarna som bistått regeringen i försäljningarna. I detta material har Riksrevisionen identifierat regeringens utgångspunkter avseende syfte och mål samt överordnade principer för genomförandet av försäljningarna avseende förarbete, timing, val av försäljningsmetod, resultat, potentiella risker, utvärderingskriterier och praktiska aspekter med försäljningen.

Principerna har också använts som bedömningsgrund för genomförandet av försäljningen, eftersom de uttrycker regeringens krav på försäljningen. Riksrevisionens sammanställning av regeringens utgångspunkter finns i bilaga 5.

## 1.5 Metod och genomförande

Den huvudsakliga informationskällan i granskningen har varit Regeringskansliets projektakter för de tre försäljningarna av aktier i Nordea. Riksrevisionen har också tagit del av annan dokumentation av relevans för försäljningen, sökt kontakt med regeringens rådgivare i försäljningarna och låtit experter på området inkomma med kommentarer på Riksrevisionens analys och metod. Nedan beskrivs de olika momenten i granskningens genomförande.

Materialet i Regeringskansliets akter om försäljningen av aktierna i Nordea 2011 och 2013 har kartlagts och analyserats utifrån ett omfattande analyschema som huvudsakligen utgår från tidigare nämnd bästa praxis. Analyschema redovisas i bilaga 3. Därefter har Riksrevisionen bedömt vilka iakttagelser som väger tyngst utifrån granskningens revisionsfrågor och jämfört iakttagelserna med regeringens egna utgångspunkter för försäljningsarbetet och riksdagens uttalade förväntningar om en väldokumenterad försäljningsprocess.

En viktig del av granskningen har varit att identifiera dokumentation som saknas i projektakterna, och dokumentation som är ofullständig eller svårbedömd. Ofullständig dokumentation om olika delmoment i planering och försäljningsarbete behöver inte betyda att arbetsmomenten i sig inte har genomförts. För att undvika oklarheter har Riksrevisionen därför kompletterat aktgranskningen med skriftliga frågor till Regeringskansliet och inhämtat skriftliga svar.

Dokumentationen omfattas i många fall av sekretess enligt offentlighets- och sekretesslagen (2009:400), OSL. Granskningsrapportens redovisning av iakttagelser håller sig därför på en övergripande nivå.

Utöver akterna för de tre granskade försäljningarna har Riksrevisionen i jämförande syfte studerat akten för försäljning av SAS-aktier, akter för Rådet för försäljningar av aktier i företag med statligt ägande och en akademisk underlagsrapport som Regeringskansliet beställde i samband med planeringen av försäljningarna.

Som ett stöd i arbetet med bedömningsgrunder och metod har Riksrevisionen gått igenom NAO:s granskning<sup>23</sup> av brittiska statens försäljning av aktier i Royal Bank of Scotland (som genomfördes med en liknande metod som

---

<sup>23</sup> National Audit Office (2017). The first sale of shares in Royal Bank of Scotland.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Nordeaförsäljningarna) och INTOSAI:s riktlinjer<sup>24</sup> för granskningar om försäljningar av statliga bolagstillgångar.

Riksrevisionen har även gått igenom verksamhetsberättelserna<sup>25</sup> för bolag med statligt ägande och årsredovisningarna<sup>26</sup> för staten som del i utredningen av hur regeringen redovisat försäljningarna.

Riksrevisionen har också gått igenom Nordeas årsredovisningar för att orientera sig i bolaget. Aktiekursdata har inhämtats från Nasdaq OMX webbplats och från Bloomberg för information om relevanta aktiekurser och börsutveckling.

Regeringskansliets finansiella och juridiska rådgivare i försäljningsarbetet har tillfrågats om att svara på frågor om planeringen och genomförandet av försäljningarna. Den finansiella rådgivaren vid den första transaktionen har avböjt med hänvisning till att bolaget omstrukturerats och att de berörda tjänstemännen inte längre arbetar kvar<sup>27</sup>. Den finansiella rådgivaren för den andra och tredje transaktionen har inte svarat på Riksrevisionens förfrågan. Regeringskansliet har stämt av sina svar till Riksrevisionen med den juridiska rådgivaren för de frågor som är relaterade till deras del av genomförandet.

För expertkommentarer om Riksrevisionens metod och analys har vi intervjuat följande personer:

- Daniel Barr, tidigare bankstödscief och avdelningschef för Finansiell stabilitet och konsumentskydd på Riksgälden, som formellt innehaft Nordeaaktierna
- Hans Sternby, senior investment banker, tidigare ansvarig för Norden på UBS och Deutsche Bank
- Petter Söderström, investeringsdirektör på Solidium Oy, holdingbolag för den finska statens minoritetsägande i börsnoterade bolag.

Granskningen har genomförts av en projektgrupp bestående av projektledaren Peter Jörgensen och ämnessakkunnig Dimitrios Ioannidis. Som referensperson för granskningen har anlitats Björn Hagströmer, docent i finansiering vid Stockholms universitet. Referenspersonen har varit knuten till projektet och gett synpunkter på såväl ett granskningsupplägg som ett utkast till granskningsrapporten. Därtill har referenspersonen besvarat teoretiska och empiriska frågor om försäljningar av stora partier aktier.

---

<sup>24</sup> INTOSAI (1998), Guidelines on Best Practice for the Audit of Privatizations. ISSAI 5210

<sup>25</sup> Regeringen (2011). Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011;

Regeringen (2013). Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2013.

<sup>26</sup> Skr. 2011/12:101, bet. 2011/12: FiU27, Rskr. 2011/12:293; Rskr. 2011/12:294; Skr. 2013/14:101, bet. 2013/14: FiU33, Rskr. 2013/14:388; Rskr. 2013/14:389.

<sup>27</sup> E-post från Mikael Dahl, 2018-05-31.

Företrädare för Regeringskansliet (Näringsdepartementet) har fått tillfälle att faktagranska och i övrigt lämna synpunkter på ett utkast till granskningsrapporten.

## 1.6 Rapportens disposition

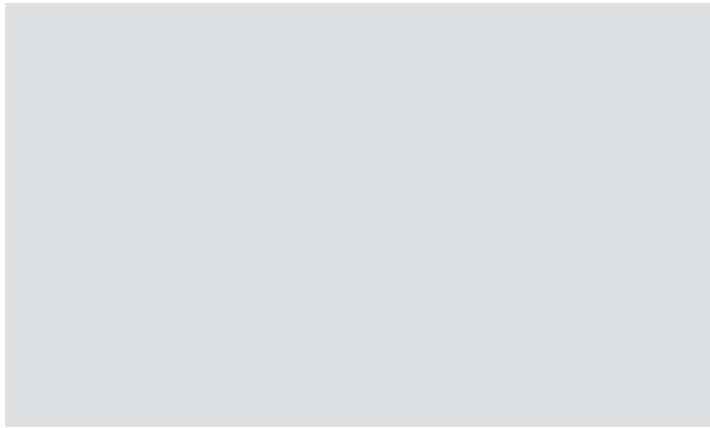
Granskningsrapporten innehåller ingen kronologisk beskrivning av försäljningsprocessens olika arbetsmoment, utan fokuserar på de aspekter av försäljningsarbetet där Riksrevisionen har identifierat förbättringspotential.

Kapitel två och tre besvarar den första revisionsfrågan, om huruvida försäljningarna planerades och genomfördes affärsmässigt. Kapitel två handlar om planeringen av försäljningsarbetet och kapitel tre behandlar val och genomförande av försäljningsmetod.

Kapitel fyra besvarar den andra revisionsfrågan, om huruvida Regeringskansliet och regeringen har dokumenterat respektive rapporterat försäljningarna till riksdagen. Varje kapitel inleds med en sammanfattning av Riksrevisionens viktigaste iakttagelser.

## 2 Planeringen av försäljningsarbetet

I detta kapitel redovisas Riksrevisionens genomgång av affärsmässigheten i planeringen av aktieförsäljningarna i Nordea. Redogörelsen fokuserar på de områden där Riksrevisionen har identifierat potential till förbättringar inför eventuella framtida försäljningar av börsnoterade bolag med statligt ägande.



### 2.1 Regeringskansliets kapacitet för stora aktieförsäljningar

År 2007 inrättade regeringen Rådet för försäljningar av aktier i statliga bolag, med motivet att det fanns behov av sakkunskap, objektivitet och oberoende i regeringens försäljningsarbete.<sup>28</sup> Rådets uppgift var att på begäran av statsråd, inför beslut om försäljning, bedöma affärsmässigheten i erbjudandet och om gjorda analyser är tillräckliga. Upplägget var att regeringen presenterade rekommendationer för Rådet som bedömde försäljningarna, exempelvis för- och nackdelar med olika säljförfaranden, riskexponering och särskilda förutsättningar för försäljningarna. Rådet kunde föreslå regeringen att vänta med eller avbryta försäljning, och kommentera erbjudet pris. Rådet för försäljningar av aktier i företag med statligt ägande upphörde i utgången av 2010, utan att ha kommenterat den påbörjade planeringen av den första Nordeatransaktionen. Därmed försvann det stöd som regeringen tidigare tillhandahållit för att bedöma

---

<sup>28</sup> Dir 2007:130, Kommittédirektiv. Råd för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande.



affärsmässigheten och tillräckligheten i analysunderlaget inför säljbeslut. Rådet lades ned utan dokumenterad utvärdering.

Inför försäljningen av Nordeaaktier bildades en projektgrupp i Regeringskansliet med ansvar för att arbeta med försäljningarna. Projektgruppen har organiserats av enhetscheferna på bolagsförvaltningen på Regeringskansliet, som tagit hänsyn till erfarenheter från tidigare transaktioner och juridisk och finansiell erfarenhet. Projektgruppen inkluderade den befintliga bolagsgruppen för Nordeainnehavet inom förvaltningsorganisationen och representanter från Finansdepartementets kommunikationsavdelning, politiskt sakkunniga och pressekreterare.<sup>29</sup> Enhetscheferna har kontinuerligt prövat projektgruppens kunskap och kompetens.<sup>30</sup> Dokumentationen av försäljningarna av aktier i Nordea innehåller ingen sammanställning av nödvändiga kompetenser och erfarenheter för att planera och genomföra försäljningar av stora partier aktier på ett affärsmässigt sätt.

Det kan av flera skäl vara motiverat att anlita oberoende stöd i försäljningsarbetet. Stora aktieförsäljningar är en ovanlig uppgift för Regeringskansliet som ställer stora krav på säljaren för att genomföras affärsmässigt. Regeringskansliet har anlitat en finansiell respektive en juridisk rådgivare för varje försäljning. I samtliga försäljningar har den finansiella rådgivaren också varit ledande transaktionsbank och kan därför ha haft egna intressen i affären<sup>31</sup>.

De finansiella rådgivarnas underlagsrapporter till Regeringskansliet är omfattande och innehåller många och varierande empiriska och teoretiska utsagor samt rekommendationer. Eftersom stora aktieförsäljningar är en ovanlig uppgift för staten kan det vara värdefullt med en oberoende finansiell rådgivare som bistår i bedömning av huvudrådgivarens underlag. En oberoende rådgivare ökar kostnaderna för försäljningsarbetet men beaktat försäljningarnas storlek är det i sammanhanget motiverat. Regeringskansliet anlitade forskarkompetens för framtagande av ett kunskapsunderlag och viss rådgivning inför den första försäljningen, men det framgår inte av dokumentationen hur Regeringskansliet har förhållit sig till forskarens råd (se även avsnitt 3.2).

## 2.2 Analysen av bolaget Nordea

En viktig uppgift för en säljare av en stor aktiepost är att ta ställning till marknadens (t.ex. analytiker, journalister, investerare) bedömningar och

<sup>29</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens övergripande frågor, skickat 2018-06-08.

<sup>30</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens frågor, skickat 2018-09-03.

<sup>31</sup> Transaktionsbanken kan ha värdefulla affärskontakter med flera investerare som deltar i transaktionen, och kan väntas vara angelägen om att transaktionen genomförs eftersom banken då erhåller arvode från säljaren och gör affärer med viktiga kunder. Rådgivaren kan emellertid inte räkna med att vara transaktionsbank eftersom säljaren i regel anlitat denna i nära anslutning till genomförandet av försäljningarna.

#### FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

värderingar av bolaget, utifrån en egen uppfattning om sakförhållanden som påverkar bolagets värde. Ett stort börsbolag som Nordea analyseras av många aktieanalytiker. Riksrevisionen konstaterar att analytikernas värderingar varierade kraftigt och att aktiekursen inte speglade en allmän samsyn på marknaden. I ett underlag från den finansiella rådgivaren inför den första försäljningen framgår exempelvis att riktkursen för Nordea hos 16 stora aktiemäklare pendlar från strax under 56 kronor till över 85 kronor. Följaktligen varierade också aktiemäklarnas rekommendationer om huruvida aktien var ett bra köp. Riksrevisionen har i dokumentationen av försäljningarna inte kunnat verifiera att Regeringskansliet har kartlagt bolagsspecifika sakförhållanden med betydelse för Nordeas värde för att kunna jämföra med marknadens bedömningar.

För en väl genomlyst aktie som Nordea finns oftare samsyn om dess värde på marknaden än för mindre kända bolag, men det är likafullt betydelsefullt att säljaren utgår från en egen uppfattning om bolaget i fråga.<sup>32</sup> Säljaren bör identifiera sakförhållanden av betydelse för bolagets värde och utvecklingspotential för att undersöka om det finns samsyn kring dessa på marknaden. Det kan handla om bolagets långsiktiga strategi, eventuell krishantering eller lönsamhet för olika grenar av verksamheten. Finns inte denna samsyn kan det finnas skäl att vänta med försäljning. Underlagsrapporterna från de finansiella rådgivarna innehöll bedömningar om sakförhållanden i Nordea med betydelse för värdet aktiernas värde, t.ex. finansiella jämförelser med andra banker. Andra exempel på relevanta sakförhållanden är de som regeringen noterade i verksamhetsberättelsen för företag med statligt ägande 2012<sup>33</sup>. Nordeas resultat hade ökat med 19 procent till följd av högre intäkter och stabila kostnader. Nordea hade också beslutat att upprätta en finansiell plan för att öka avkastningen på eget kapital och hade framtagit en ny kapitalpolicy i enlighet med nya bankregler. Ett annat exempel är att brittiska staten innan försäljningen av aktier i Royal Bank of Scotland tog särskild hänsyn till om marknaden uppfattat att banken skulle återuppta aktieutdelningar och att de viktigaste legala dispyterna efter finanskrisen var upplärade.

### 2.3 Bevakningen av Nordeaaktien

Planeringen av den första försäljningen inleddes i slutet av 2010, fyra år efter riksdagens senaste säljbemyndigande. Perioden 2006–2010 var delvis turbulent för banksektorn. Värdet på bankaktier föll exempelvis kraftigt 2008, men Nordeaaktien hade också en tidvis stark utveckling, se diagram 1. Från 2007 kontrakterade Regeringskansliet en finansiell rådgivare för att bistå med bl.a.

<sup>32</sup> Utöver bästa praxis har betydelsen av säljarens egen uppfattning av innehavet betonats av experter som Riksrevisionen pratat med.

<sup>33</sup> Regeringen (2012). Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2012.

analys av statens aktieinnehav och alternativ för stegvis avyttring av Nordeaaktierna<sup>34</sup>. Planeringen och genomförandet av de respektive delförsäljningarna har tagit 1–3 månader<sup>35</sup>, vilket visas i diagram 1 där perioderna för planeringen och genomförandet av transaktionerna är markerade med blå vertikala fält.

**Diagram 1** Kursutveckling för Nordea, utvalda bankaktier och OMX30 september 060901–181025, indexerad (060901=100)

*Källor: Aktiekursdata från Nasdaq OMX, planeringsperioder från Riksrevisionens aktstudie.*

Valet av tidpunkt för att sätta igång arbetet med de respektive försäljningarna styrdes bland annat av Nordeakursens starka utveckling<sup>36</sup>. Riksrevisionen konstaterar att aktiekursens utveckling har haft betydelse i själva försäljningsarbetet. I ett arbets-pm från november 2012 kommenterar Regeringskansliet aktiekursens utveckling och konstaterar att marknadsförutsättningarna för en försäljning inte är goda och att Nordeaaktien hade utvecklats svagt relativt de andra nordiska bankerna. Betydelsen av att genomföra försäljningar när priset på aktien bedöms som högt återkommer i både de finansiella rådgivarnas bedömningar av olika sätt att avyttra statens

---

<sup>34</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens frågor, skickat 2018-09-10.

<sup>35</sup> Sett till tidigaste och senaste datum för material som ingår i dokumentationen för respektive försäljning.

<sup>36</sup> Regeringskansliets svar på Riksrevisionens frågor, skickade 2018-09-10. Övriga anledningar var minskad oro på de finansiella marknaderna, goda marknadsförhållanden för att absorbera en större placering och återhämtad banksektor.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Nordeaaktier och i Regeringskansliets rekommendationer till regeringen. I Regeringskansliets promemoria inför den andra försäljningen framhålls exempelvis risken att försäljningar i flera steg begränsar statens möjlighet att sälja samtliga aktier till vad man bedömer är en "fullgod prisnivå". Även Regeringskansliets utvärdering av försäljningarna (se avsnitt 4.3) fokuserade på aktiekursens utveckling, genom att konstatera att försäljningspriset var betydligt högre än den genomsnittliga aktiekursen 2008–2013<sup>37</sup>.

De möjliga förtjänsterna med att dela upp försäljningen i fler än tre delar har varken Regeringskansliet eller deras rådgivare tagit upp i rapporter och promemorior. Visserligen innebär fler försäljningar sämre möjlighet att sälja många aktier när priset är som allra högst. Men samtidigt innebär fler försäljningar en riskspridning som kan vara attraktiv för säljaren. Som framgår av diagram 1 genomfördes den första försäljningen innan en svagare period på aktiemarknaden inleddes. Den andra och tredje försäljningen genomfördes däremot ungefär i mitten av en långvarig kursuppgång som fortsatte efter mandatperiodens slut.

En viktig utveckling av statens innehav i Nordea under perioden fram till den första försäljningen var att möjligheten för regeringen att sälja samtliga aktier till ett högre pris än rådande aktiekurs genom en s.k. kontrollpremie<sup>38</sup> försvann<sup>39</sup>. I Nordeas årsredovisning för 2006 innehar staten 19,9 procent av aktierna i Nordea och den näst största ägaren har 4,0 procent<sup>40</sup>. Vid utgången av 2008 hade staten samma andel och Sampo, som sedermera tog över positionen som största ägare, hade 12,1 procent<sup>41</sup>. Eftersom staten förlorade positionen som största ägare innan arbetet med den första försäljningen inleddes, begränsades regeringens valmöjligheter avseende försäljningsförfarande och möjligheten att sälja aktierna med en premie i förhållande till rådande aktiekurs.

---

<sup>37</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens övergripande frågor, skickat 2018-09-03.

<sup>38</sup> Kontrollpremie innebär att en köpare är villig att betala mer per aktie än rådande aktiekurs, eftersom köparen med en gång kan bli en inflytelserik ägare.

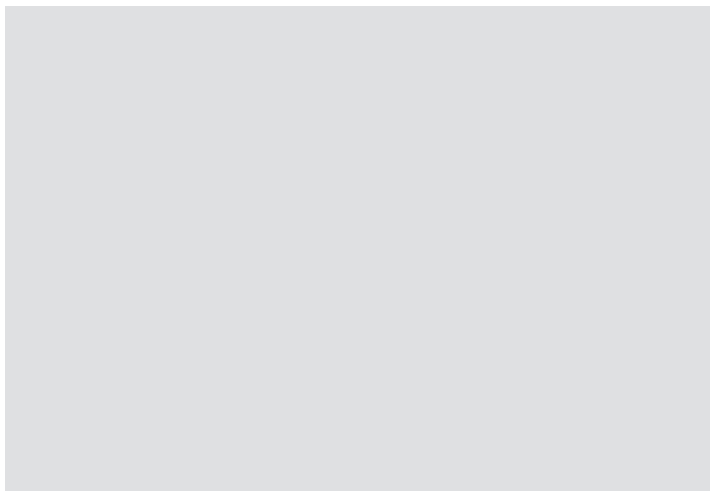
<sup>39</sup> Eftersom staten hade ett nästan lika stort innehav som Sampo är det inte uteslutet att en investerare ändå skulle kunnat vara intresserad av att köpa statens post.

<sup>40</sup> Nordea. Annual Report 2006.

<sup>41</sup> Nordea. Annual Report 2008.

### 3 Valet och genomförandet av försäljningsmetoden

I detta kapitel redovisas Riksrevisionens genomgång av affärsmässigheten i val och genomförande av försäljningsmetod. Redogörelsen fokuserar på de områden där Riksrevisionen har identifierat potential till förbättringar inför eventuella framtida försäljningar av börsnoterade bolag med statligt ägande.



#### 3.1 Jämförelserna av försäljningsmetoder

Det finns många sätt att sälja en större aktiepost. En översikt över försäljningsmetoder som ingick i Regeringskansliets underlag och planering finns i bilaga 2. I samtliga tre försäljningar av Nordeaaktierna användes metoden accelererat orderboks-förfarande. Metoden går ut på att aktierna säljs med hjälp av anlitate transaktionsbanker under kort tid efter att börsen stänger. Transaktionsbankerna fyller en orderbok med vilka investerare som önskar köpa aktier och hur många de önskar köpa. Metoden är snabb och kräver högst begränsade marknadsföringsinsatser.

Den metod som regeringen valde att använda är också den enda metod i underlaget som regeringen använt tidigare. Olika försäljningsmetoder har olika egenskaper och skiljer sig i flera avseenden, exempelvis vad gäller behov att bearbeta marknaden, kostnader för genomförande, möjlig försäljningsstorlek,

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

risker i planering och genomförande av försäljning, flexibilitet i storlek och tid för försäljning, transparens gentemot marknad och hur vanligt förekommande metoden är. Komplexiteten i val av försäljningsmetod ökar därtill genom att metoderna går att utföra på olika sätt och med kombinationer av olika metoder. Accelererade orderboksförfaranden går exempelvis att utföra med en s.k. backstop där transaktionsbanken garanterar säljaren en rabatt men behåller mellanskillnaden om rabatten blir lägre, och med s.k. best efforts där ingen garanti för rabatten utfärdas men där säljaren har möjlighet att uppnå en lägre rabatt. Nordeaförsäljningarna har i samtliga fall genomförts med best efforts.

Regeringskansliet identifierade följande kriterier för val av försäljningsmetod:

- metodens enkelhet och överblickbarhet
- potential att maximera resultat
- minimering av inverkan på Nordeaaktiens värde
- flexibilitet avseende storlek på transaktionen och marknadsförhållanden.

I den finansiella rådgivarens jämförelser av försäljningsmetoder ingår kriterier som möjlig storlek på transaktion, påverkan på eftermarknaden (av betydelse när försäljningen sker vid flera tillfällen), förväntad rabatt, risker, transparens och resurskrav. Underlagsmaterialet innehåller också vissa slutsatser och rekommendationer.

Det är oklart vilka kriterier som regeringen fäst störst vikt vid inför beslut om försäljningsmetod. Regeringen framhåller i sina utgångspunkter för försäljningen och i pressmeddelanden att accelererade orderboksförfaranden är enkla, tydliga och snabba. Beaktat rådgivarens underlag är emellertid inte dessa egenskaper särskiljande för den valda försäljningsmetoden. Avseende enkelhet, snabbhet och tydlighet framhåller underlaget snarare s.k. blockförsäljning<sup>42</sup> som det bästa alternativet. Riksrevisionen noterar också att Regeringskansliets underlag om andra stora transaktioner genomgående redovisar lägre genomsnittlig rabatt för blockförsäljning än för accelererade orderboksförfaranden. Därtill är minimerad marknadsrisk<sup>43</sup> och låg kostnad fördelar med blockförsäljning. Fördelarna med accelererat orderboksförfarande i jämförelse med blockförsäljning är så som Riksrevisionen förstår underlaget större flexibilitet i storlek på försäljning, stabilare eftermarknad (vilket är betydelsefullt när avyttringen sker med flera delförsäljningar), möjlighet att under rätt förutsättningar sälja med mycket låg rabatt och att det är en vanligare transaktionstyp. Möjligheter att kombinera försäljningsmetoder ingår i underlagsrapporter från de finansiella rådgivarna men

---

<sup>42</sup> I en blockförsäljning bestämmer säljaren hur många aktier den vill avyttra och genomför en auktion där banker lägger bud på aktierna.

<sup>43</sup> Marknadsrisk är risken att förutsättningarna för försäljningen försämrans innan den är slutförd, t.ex. att efterfrågan minskar p.g.a. nyheter som oroar investerare.

det är framgår inte i Regeringskansliets promemorior eller annan dokumentation varför de alternativen valts bort.

Sammantaget bedömer Riksrevisionen att motiveringen av försäljningsmetod är tydlig och att det inte är tydligt att inhämtat underlag för att välja försäljningsmetod utnyttjats fullständigt. Det innebär risk för att valet av försäljningsmetod inte har varit så noggrant som kan förväntas inför en så omfattande affär.

## 3.2 Användningen av underlagsrapporter

Riksrevisionen konstaterar att det finns varierande teoretiska och empiriska utsagor av betydelse för genomförandet av stora aktieförsäljningar. När planeringen av de respektive delförsäljningarna hade inletts anlitate Regeringskansliet en finansiell rådgivare som löpande tillhandahöll omfattande underlagsmaterial avseende bland annat värdering av Nordeaaktien<sup>44</sup>, marknadsdata<sup>45</sup>, jämförelser av försäljningsmetoder och uppgifter om storleken på rabatten i andra stora aktieförsäljningar. I många fall har rådgivarna lämnat rekommendationer. Underlagsrapporterna utgör en stor del av Regeringskansliets dokumentation av försäljningarna.

Projektgruppen på Regeringskansliet som arbetat med försäljningarna har diskuterat underlaget med och utan finansiella rådgivare på arbetsmöten och i telefonsamtal<sup>46</sup>. Riksrevisionen kan däremot inte utifrån dokumentationen verifiera att underlaget har använts för att ställa frågor till rådgivare eller för att motivera beslut i försäljningsprocessens olika steg. Riksrevisionen bedömer att ett affärsmässigt genomförande av försäljningarna i vissa avseenden borde inbegripit skriftliga analyser och ståndpunkter avseende underlagsrapporterna och råd från rådgivare<sup>47</sup>.

De finansiella rådgivarnas uppgifter om hur stor rabatten blivit i andra stora aktieförsäljningar utgjorde en viktig del av underlaget. Riksrevisionen har sammanställt Regeringskansliets underlagsdata om rabattens storlek i jämförbara transaktioner, vilket uppgår till 271 observationer, se diagram 2. De uppnådda rabatterna i Nordeaförsäljningarna är inte anmärkningsvärt höga men ligger tydligt i det övre skiktet och över medianvärdet.

<sup>44</sup> T.ex. aktiemäklares köp- och säljrekommendationer och riktvärden för Nordeas aktiekurs efter riktvärden som price-earnings ratio och price-to-book value i jämförelse med andra banker.

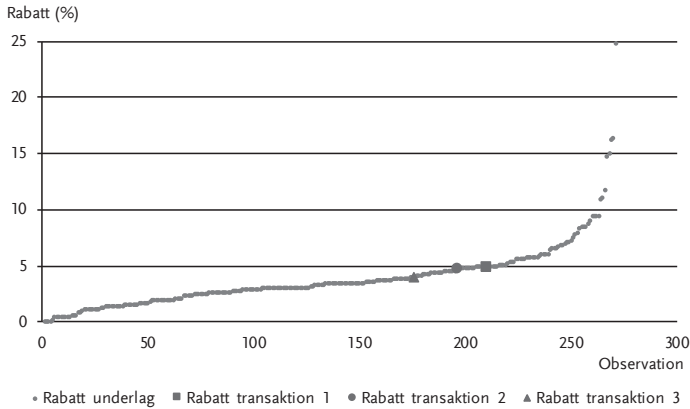
<sup>45</sup> T.ex. börsens utveckling, riskaptit, volatilitet och makroekonomiska indikatorer.

<sup>46</sup> Regeringskansliets svar på Riksrevisionens frågor, skickade 2018-09-10.

<sup>47</sup> Riksrevisionen bedömer att dokumentationen i SAS-försäljningen 2016 visar på en tydlig utveckling i detta avseende.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

**Diagram 2** Rabatt i förhållande till börskurs för transaktioner med accelererat orderboksförfarande i regeringens underlagsmaterial, sorterade efter storlek på rabatten (271 observationer)



Källa: Riksrevisionens sammanställning av underlagsdata i dokumentationen för försäljningarna.

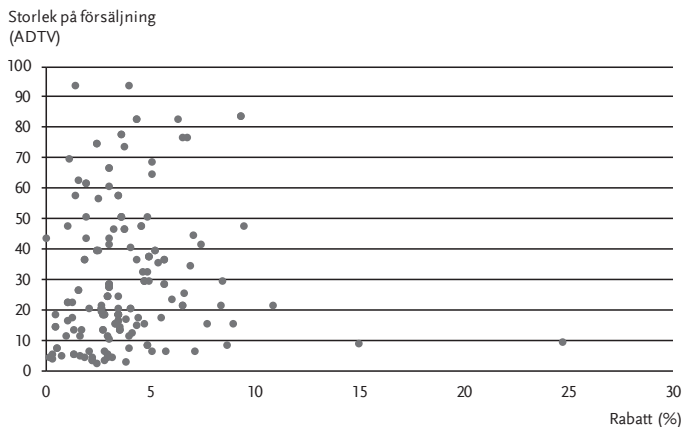
Stora aktieförsäljningar medför i allmänhet större rabatter men sambandet är inte entydigt. I diagram 3 redovisas de transaktioner i Regeringskansliets underlag som innehåller uppgift om transaktionens storlek. Transaktionerna är ordnade efter storlek på försäljningen, uttryckt med ADTV-multiplikator<sup>48</sup> och storlek på rabatten. Diagram 3 visar att sambandet mellan storlek på försäljning och rabatt inte är tydligt<sup>49</sup>. Det finns således många andra faktorer än storleken på försäljningen som påverkar vilken storlek på rabatten som säljaren kan förvänta sig.

<sup>48</sup> Mättet uttrycker försäljningsvolymen dividerat med den genomsnittliga dagliga handelsvolymen (average daily traded volume, därav ADTV), dvs. hur många aktier som säljs i transaktionen i förhållande till en genomsnittlig dag.

<sup>49</sup> Det innebär emellertid inte att sambandet inte finns, utan att andra faktorer också är viktiga.



**Diagram 3** Rabatt och storlek på transaktioner med accelererat orderboksförfarande i regeringens underlagsmaterial, transaktioner med större ADTV än 100 är exkluderade, (171 observationer)



Källa: Riksrevisionens sammanställning av underlagsdata i dokumentationen för försäljningarna.

Regeringskansliet har inte analyserat jämförbarheten mellan de transaktioner som ingår i underlaget från de finansiella rådgivarna utifrån de förutsättningar som gällde för försäljningen av Nordeaaktierna. I flera avseenden antyder förutsättningarna för Nordeaförsäljningarna att en låg rabatt skulle vara möjlig att uppnå<sup>50</sup>:

- hög likviditet<sup>51</sup> i handeln av Nordeaaktier
- Nordea är ett välkänt bolag i gott tillstånd som följs av många analytiker
- säljaren agerade under marginell tidspress
- statens motiv att sälja innehavet kunde med trovärdighet presenteras som orelaterat till Nordea som företag, t.ex. dess lönsamhet och framtidsutsikter.

Riksrevisionen har i dokumentationen inte kunnat verifiera att Regeringskansliet har använt underlaget för att ta ställning till förutsättningarna för att nå en låg rabatt i försäljningarna. En ytterligare faktor som är relevant för förväntningarna på rabattens storlek är s.k. overhang, vilket handlar om att aktiekursen påverkas negativt när marknaden har kännedom om en förestående stor försäljning. I Regeringskansliets underlag finns varierande uppgifter från analytiker om huruvida overhang redan speglas i Nordeas aktiekurs. Om overhang redan speglas

<sup>50</sup> Riksrevisionens sammanställning utifrån Regeringskansliets underlagsrapporter.

<sup>51</sup> Hög likviditet innebär att det finns många köpare och säljare, vilket i sin tur innebär mindre risk för köparen.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

i aktiekursen bör rabatten bli låg. Om marknaden inte förväntat sig en stor försäljning blir rabatten högre. Riksrevisionen har inte sett att Regeringskansliet har jämfört rådgivarens utsagor för att be om klargöranden om förekomsten av överhang och dess betydelse för förväntningar på rabatten.

Det enda sammanhang där storleken på rabatten har kommenterats är i jämförelse med medelvärde för andra stora försäljningar med samma försäljningsmetod. I de tabeller över jämförbara transaktioner som de finansiella rådgivarna levererade till Regeringskansliet, redovisades medelvärde och medianvärde. Riksrevisionen noterar att medelvärdet alltid är högre, och i vissa fall väsentligt högre, än medianvärdet. Det beror på att vissa försäljningar som ingår i Regeringskansliets underlag har genomförts med mycket höga rabattnivåer, så höga som 15–20 procent (se observationerna längst till höger i diagram 2). Underlaget omfattar försäljningar med andra förutsättningar avseende bolag, säljare och marknadsmiljö än i Nordeaförsäljningarna. Riksrevisionen noterar att exempelvis en försäljning av Barclays 2010 ingår i underlaget. Banken hade gjort stora kreditförluster och rykten spreds om att banken var i så dåligt skick att statligt övertagande inte var uteslutet<sup>52</sup>. En annan försäljning som ingår i underlaget är av Commerzbank 2013, en bank med betydande svårigheter som tvingats till flera nyemissioner<sup>53</sup>. Det är emellertid heller inte självklart att samtliga liknande försäljningar med låg rabatt är lämpliga som jämförelsepunkter. Om exempelvis en planerad försäljning inte hålls hemlig av säljaren kan rabatten bli låg på bekostnad av en lägre aktiekurs. Sammantaget bedömer Riksrevisionen att risken är större att förväntningarna på rabatten varit oskäligt höga.

I en stor aktieförsäljning genom accelererat orderboksförfarande med best efforts kan säljaren inte veta hur stor rabatten ska bli. Säljaren kan emellertid förhålla sig till rabattens storlek i beslutet om storlek på försäljning och inför beslut att genomföra en transaktion. Ett mål för rabatten gör det enklare för säljaren att förhålla sig till transaktionsbankernas orderböcker och bedöma om rabatten är acceptabel. Ett mål för rabatten kan dessutom användas för att anpassa storleken på försäljningen. Inför den första transaktionen har Regeringskansliet i en pm uttryckt ett mål för rabatten på fyra procent och att ersättningsstrukturen till transaktionsbanker ska anpassas för att belöna låg rabatt. Ingen återkoppling till målrabatten gjordes efter transaktionen. I dokumentationen för den andra respektive tredje försäljningen finns ingen uttryckt målrabatt. Avsaknaden av ett mål för rabattens storlek gör att försäljningsresultatet endast kan jämföras med andra stora transaktioner utan hänsyn till deras respektive förutsättningar.

---

<sup>52</sup> Slater, Steve; Azhar, Saeed. Temasek sold Barclays stake at loss. *Reuters*. 2009-06-03. Wearden, Gream. Bullish Barclays sees share price soar. *The Guardian*. 2009-01-26.

<sup>53</sup> Wilson, James. Commerzbank launches €2.5bn rights issue. *Financial times*. 2013-05-14.

Den akademiska underlagsrapporten som regeringen beställde gör i vissa avseenden andra bedömningar än de finansiella rådgivarna och Regeringskansliet. Exempelvis anförs det i underlagsrapporten att negativa priseffekter av overhang har svagt empiriskt stöd och att gradvis försäljning av aktierna ofta leder till högre total försäljningsintäkt, vilket står i kontrast mot den betydelse overhang tillskrivs i underlaget från de finansiella rådgivarna. Därutöver innehåller den akademiska underlagsrapporten utsagor som kompletterar och delvis motsäger övrigt underlag. Exempelvis påpekas att en säljare av ett stort aktieinnehav bör eftersträva hög grad av transparens gentemot marknaden om sina säljintentioner inklusive motiv för försäljning<sup>54</sup> eftersom fördelarna av den strategin stöds av ett starkare empiriskt underlag än risken att investerare ska spekulera med aktien så att priset blir lägre för säljaren vid transaktionstillfället. Vidare menar rapportens författare att marknadstransaktioner med hjälp av transaktionsbanker är förknippade med incitamentsproblematik, eftersom transaktionsbankerna har ett intresse av fortsatta affärer med de kunder som köper aktier och därför inte kan antas agera uteslutande enligt säljarens intressen. Hur dessa utsagor omhändertagits i försäljningsarbetet framgår inte av Regeringskansliets dokumentation.

Sammantaget bedömer Riksrevisionen att underlagsrapporterna inte har använts i tillräcklig utsträckning för att anpassa genomförandet av försäljningarna efter målet att uppnå låg rabatt.

### 3.3 Genomförandet av försäljningarna

Alla tre försäljningar av Nordeaaktier genomfördes med metoden accelererat orderboksförfarande. I det underlag som Regeringskansliet fått från sina rådgivare framkommer att det finns flera styrkor med accelererade orderboksförfaranden:

- flexibilitet med avseende på tidpunkt för försäljning och transaktionsstorlek
- möjlighet för säljaren att undersöka efterfrågan innan försäljningen inleds
- metoden är väletablerad och populär bland investerare
- metoden främjar stabilitet på eftermarknaden (vilket är bra när försäljningen sker i flera steg).

I underlaget från rådgivarna framkommer också flera svagheter med accelererade orderboksförfaranden:

- snäv tidsram för genomförande
- begränsad bredd i investerarbasen
- viss marknadsrisk
- begränsad transparens.

<sup>54</sup> Regeringen kan med trovärdighet säga att anledningen till försäljning inte har att göra med själva bolaget och dess framtidsutsikter.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Flexibiliteten och möjligheten att undersöka intresse hos viktiga investerare, kan säljaren använda för att uppväga vissa av metodens nackdelar. Flexibiliteten gör det möjligt att sälja när marknadsmiljön är gynnsam (vilket Regeringskansliet målinriktat har eftersträvat), men också att inte sälja så många aktier vid samma tillfälle att rabatten blir för hög, eftersom ett större utbud i allmänhet leder till ett lägre pris (och därmed högre rabatt).

Regeringskansliet har delvis anpassat storleken på försäljningarna för att minimera rabatten. Nordeaaktierna såldes genom tre delförsäljningar eftersom försäljningar av större delposter bedömdes få stor betydelse för rabattens storlek. Dessutom tillämpades i försäljningarna en metod där antalet aktier som såldes kunde anpassas efter investerarnas priskänslighet. I planeringen av försäljningarna framträder ett mål om att hålla hög säljtakt under mandatperioden. I planeringen av den första försäljningen rekommenderar den finansiella rådgivaren att aktier för minst två miljarder euro ska säljas och hänvisar bl.a. till målet att åstadkomma en betydande reduktion i ägandet. Inför den andra försäljningen rekommenderar Regeringskansliet en betydande transaktionsstorlek för att säkerställa regeringens "övergripande målsättning". Detta trots att den finansiella rådgivaren konstaterat att rabatten blivit hög i flera välplanerade accelererade orderboksförfaranden och att läget bedöms vara sämre än 2011. Målet att hålla hög säljtakt kan stå i konflikt med affärsmässigheten, då en viss flexibilitet avseende tidshorisont för försäljning och valet av antal försäljningstillfällen kan ha betydelse för det totala försäljningsresultatet.

Säljaren kan undersöka efterfrågan från betydande investerare innan försäljningen inleds, s.k. wall-crossing, för att ge orderboksförfarandet en utgångspunkt med god efterfrågan. Detta är fördelaktigt när säljarens mål är att sälja många aktier med låg rabatt. Wall-crossing innebär emellertid risk för att säljaren måste skjuta upp försäljningen om de tänkta investerarna inte är tillräckligt intresserade och i värsta fall att mottagaren olagligt använder informationen till insiderhandel. Detta innebär en risk för en säljare som är mån att genomföra försäljningen inom en viss tidsram. Regeringskansliet har prioriterat säkerhet i genomförandet i samtliga försäljningar, men Riksrevisionen har inte sett ett ställningstagande i avvägningen mellan säkert genomförande och möjligheten att säkerställa att försäljningen får en bra utgångspunkt avseende efterfrågan.

Riksrevisionen noterar vissa förändringar i rutiner mellan försäljningarna. I dokumentationen för den andra försäljningen tillkommer ett dokument som innehåller information om det administrativa genomförandet av försäljningar, t.ex. kontouppgifter. Inför den andra försäljningen tillkommer också en fullmakt från statsrådet och en fullständig intern tidsplan. Inför den tredje försäljningen noterar Riksrevisionen ytterligare förändringar i rutinerna, avseende vem som får delta vid telefonkonferenser, framtagande av förteckning av personer med

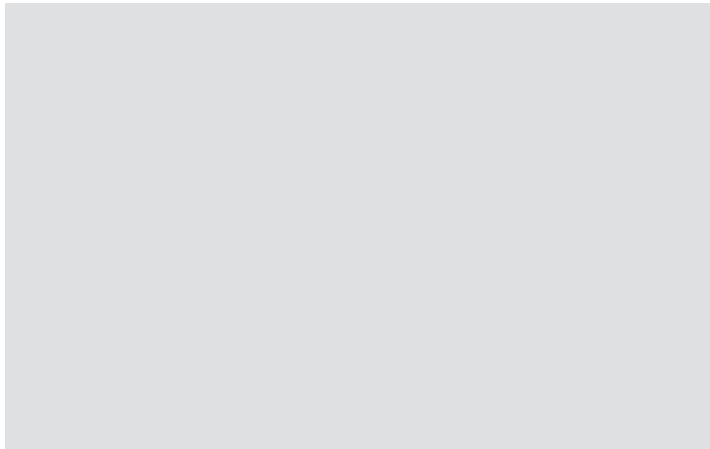
insiderinformation och samtal med rådgivare om deras interna rutiner för att främja informationssäkerhet. Åtgärderna visar på läraktighet och utveckling i försäljningsarbetet men visar samtidigt att vissa för genomförandet viktiga delar av det praktiska förberedelsearbetet inte givits tillräcklig uppmärksamhet initialt. Riksrevisionen ser i korrespondens mellan Regeringskansliet och juridiska rådgivare efter den första försäljningen att praktiska problem uppkommit som stort genomförandet. Praktiska och administrativa problem i transaktionsfasen är inte ovanligt<sup>55</sup> men skapar osäkerhet i försäljningsprocessen och innebär risk för att tillräckligt fokus inte läggs på sådant som främjar säljarens mål. I värsta fall kan det ha negativ påverkan på försäljningsresultatet.

---

<sup>55</sup> Telefonsamtal med Hans Sternby, 2018-09-05.

## 4 Dokumentation och redovisningen av försäljningsarbetet

I detta kapitel redovisas Riksrevisionens iakttagelser av hur Regeringskansliet och regeringen har dokumenterat, utvärderat respektive rapporterat försäljningarna av Nordeaaktier till riksdagen. Redogörelsen fokuserar på de områden där Riksrevisionen har identifierat potential till förbättringar inför eventuella framtida försäljningar av börsnoterade bolag med statligt ägande.



### 4.1 Erfarenheterna från tidigare bolagsförsäljningar

Erfarenhetsöverföring bland tjänstemännen på Regeringskansliet avseende stora aktieförsäljningar sker bland annat genom löpande dialog för att utveckla försäljningsarbetet, genom att styra rekryteringen mot relevant kompetens och genom förvaltning av dokumentation från tidigare försäljningar.<sup>56</sup>

Riksrevisionen ser sporadisk återkoppling till erfarenheter från tidigare försäljningar i Regeringskansliets dokumentation. Ett exempel är att ersättningsmodellen i försäljningen av aktier i TeliaSonera (numera Telia Company) 2007 bedöms ha varit för låg för att ge incitament till transaktionsbankerna att uppnå låg rabatt. Kunskapsinhämtning från externa källor hade kunnat bidra till lärande och affärsmässighet i försäljningsarbetet.

---

<sup>56</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens frågor, skickar 2018-09-03.

Rådet för försäljningar av aktier i bolag med statligt ägande var verksamt t.o.m. utgången av 2010 men användes inte för att tillföra kunskap och erfarenheter till Nordeaförsäljningarna. Riksrevisionen konstaterar att flera av slutsatserna och rekommendationerna i myndighetens tidigare granskning av aktieförsäljningen i Teliasonera<sup>57</sup> i viss grad fortfarande är aktuella, vilket indikerar att Regeringskansliet i högre grad hade kunnat återkoppla till erfarenheter från tidigare försäljningar. De slutsatser och rekommendationer ur granskningen som Riksrevisionen anser särskilt viktiga att lyfta fram är följande:

- Regeringen hade inte en egen värdering av bolaget som utgångspunkt i transaktionens planering, genomförande och uppföljning.
- En oberoende extern rådgivare skulle ha kunnat uppväga den brist på transaktionserfarenhet som fanns i regeringens projektgrupp på departementet, och hade också kunnat bistå regeringens projektgrupp i att ställa krav på de banker som genomförde transaktionen för att förbättra förutsättningarna för en maximering av försäljningspriset.
- Målsättningen för försäljningen ska vara fastställd för att kunna vara styrande för arbetet.
- Uppföljningen av den genomförda försäljningen ska vara dokumenterad och kommunicerad för att skapa förutsättningar för lärande inom Näringsdepartementets Enhet för statligt ägande och för Regeringskansliet i stort.
- Vid framtida större aktieförsäljningar bör också frågor om skillnaden mellan uppnått pris och börskursen, den så kallade rabatten, beaktas såväl under förberedelserna som vid anlitande av utförande banker samt under transaktionen genomförande och uppföljning.

## 4.2 Dokumentationen av förberedelsearbetet

Försäljningar av stora aktieinnehav inbegriper flera viktiga beslut, avvägningar och prioriteringar. Dessa har projektgruppen på Regeringskansliet löpande diskuterat med rådgivare, inom projektgruppen och med den politiska ledningen i interna och externa möten. Statsrådet har fattat de slutgiltiga besluten om storlek på transaktionerna och tidpunkt för dessa, med stöd av underlag som rådgivare och projektgrupp tagit fram<sup>58</sup>.

Riksrevisionen konstaterar att dokumentationen av Regeringskansliets försäljningsarbete i samtliga delförsäljningar är otillräckligt för att man i efterhand ordentligt ska kunna följa försäljningsprocessen. Korrespondensen mellan Regeringskansliet och de finansiella rådgivarna visar att framsteg sker i försäljningarna, t.ex. avseende val av försäljningsmetod, val av tidpunkt för

<sup>57</sup> Riksrevisionen (2008). Regeringens försäljning av åtta procent av aktierna i TeliaSonera. RiR 2008:12.

<sup>58</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens övergripande frågor, skickat 2018-06-08.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

försäljning och val av storlek på försäljningen. Regeringskansliets ställningstaganden och avvägningar framkommer sällan i dokumentationen. I detta avseende är dokumentationen av SAS-försäljningen 2016 mer utvecklad.

### 4.3 Uppföljningar och utvärderingar av försäljningarna

Projektgruppen som arbetat med försäljningarna har genomfört muntliga uppföljningar av försäljningarna för att identifiera förbättringspotential i försäljningsarbetet. Därutöver har projektgruppen haft möten med de finansiella och juridiska rådgivarna för att diskutera och utvärdera försäljningarnas resultat och genomförande. Inom Regeringskansliets bolagsförvaltning sker en löpande dialog för att tillvarata erfarenheter och utveckla arbetssätt.<sup>59</sup> I Regeringskansliets utvärdering med sin finansiella rådgivare konstaterade man att försäljningspriset i varje försäljning (74,5 kr, 75 kr och 76 kr) var väsentligt högre än den genomsnittliga kursen för de fem föregående åren (64,5 kr) innan den sista försäljningen. Man konstaterade också att försäljningarna hade genomförts då de finansiella marknaderna återhämtat sig från finanskrisen, i en miljö som passade stora aktieförsäljningar.<sup>60</sup>

Dokumentationen av försäljningarna innehåller emellertid ingen utvärdering av försäljningsarbetet. För framtida säljorganisationer blir det därför svårare att dra nytta av lärdomar från de tre transaktionerna och kunskapsöverföringen blir i högre grad personberoende. Dessutom förbises möjligheten att identifiera förbättringspotential i nära anslutning till genomfört försäljningsarbete.

Valet av försäljningsmetod och genomförandet med den valda metoden kan utvärderas av säljaren. Regeringskansliets dokumentation omfattar analytikerkommentarer och kursutveckling i direkt anslutning till genomförda transaktioner, som indikerar hur marknaden mottagit försäljningen. Vilka slutsatser som Regeringskansliet dragit av detta framgår emellertid inte av dokumentationen. Regeringskansliets uppföljning av försäljningen har inte omfattat analys av handeln med Nordeaaktierna. I en uppföljning av en genomförd försäljning kan säljaren studera handeln med den sålda aktien efter genomförd transaktion under en period för att undersöka om de som köpt aktierna omgående sålt vidare aktierna med vinst. Om så skett i stor utsträckning finns det skäl att tro att försäljningspriset blivit för lågt eller att säljaren missat viktiga marknadshändelser som skett kort efter försäljningarna.

---

<sup>59</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens övergripande frågor, skickat 2018-06-08.

<sup>60</sup> Dokument med svar på Riksrevisionens övergripande frågor, skickat 2018-09-03.



#### 4.4 Redovisningen av försäljningarna

Regeringens redovisning till riksdagen av försäljningarna av Nordeaaktierna har varit sparsam. I budgetpropositioner<sup>61</sup> och verksamhetsberättelser<sup>62</sup> för de år som försäljningarna genomfördes beskrivs försäljningarna endast summariskt. I årsredovisningarna för staten för 2011<sup>63</sup> och 2013<sup>64</sup> redovisas intäkter och realisationsvinster för bägge försäljningarna. Rabatten, den i särklass största kostnaden för försäljningarna, har regeringen endast kommenterat i pressmaterial efter transaktioner. Rabattens storlek har där jämförts med medelvärde för andra stora aktietransaktioner. Regeringen redovisar inte medianvärdet och har inte resonerat kring förutsättningarna för att uppnå en låg rabatt. Däremot framhöll regeringen att en stor försäljning är förknippat med hög rabatt. Den sparsamma redovisningen gör det svårt för riksdag och allmänhet att uppfatta om försäljningen skett i enlighet med riksdagens krav på affärsmässighet.

<sup>61</sup> Prop. 2011/12:1 Utgiftsområde 24, bet. 2011/12:NU1, rskr. 2011/12:101; rskr. 2011/12:102; rskr. 2011/12:103,

Prop. 2013/14:1 Utgiftsområde 24, bet. 2013/14:NU1, rskr. 2013/14:101; rskr. 2013/14:102; rskr. 2013/14:103,

Prop. 2014/15:1 Utgiftsområde 24, bet. 2014/15:NU1, rskr. 2014/15:66.

<sup>62</sup> Regeringen (2011). *Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011*; Regeringen (2013). *Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2013*.

<sup>63</sup> Skr. 2011/12:101, bet. 2011/12:FiU27, Rskr. 2011/12:293; Rskr. 2011/12:294.

<sup>64</sup> Skr. 2013/14:101, bet. 2013/14:FiU33, Rskr. 2013/14:388; Rskr. 2013/14:389.

## 5 Slutsatser

Riksrevisionens övergripande slutsats är att statens försäljningar av Nordeaaktier i flera avseenden planerades och genomfördes affärsmässigt. Granskningen har fokuserat på försäljningsarbetet och inte på resultatet av försäljningen i sig. Granskningen visar att Regeringskansliet i flera avseenden genomfört försäljningarna affärsmässigt med successiva förbättringar. Riksrevisionen bedömer samtidigt att vissa aspekter av genomförandet försämrade förutsättningarna för ett bra försäljningsresultat och att det finns brister i dokumentationen av försäljningsarbetet och i regeringens rapportering till riksdagen. Riksrevisionen anser att erfarenheter från denna och andra större statliga bolagsförsäljningar är viktiga att tillvarata inför eventuella framtida förändringar i det statliga bolagsinnehavet.

### 5.1 Försäljningen planerades och genomfördes med hänsyn till rådande marknad

Riksrevisionen konstaterar att försäljningarna av Nordeaaktier planerades och genomfördes inom utsatt tid och med hänsyn till rådande marknadsmiljö. Regeringen undvek att genomföra försäljningar när marknadsmiljön var ofördelaktig. Därtill förbättrades vissa kritiska rutiner successivt mellan de tre försäljningstillfällena. Bland annat har Regeringskansliet utvecklat och tillämpat en strategi för marknadskommunikation och för hur risker för informationsläckage ska förebyggas. Underlag som Riksrevisionen tagit del av från försäljningen av SAS-aktier 2016 visar att ytterligare utveckling av Regeringskansliets försäljningsarbete har skett efter den granskade perioden.

### 5.2 Inget kontinuerligt stöd från oberoende rådgivare

Stora aktieförsäljningar är en ovanlig uppgift för staten. Det är därför naturligt att det inte finns kontinuerligt använda och prövade rutiner i Regeringskansliet för att kunna hantera det stora antal handlingsalternativ och beslutssituationer som en säljare ställs inför. För att kunna uppfylla riksdagens krav på affärsmässighet och fatta välgrundade beslut behöver säljaren likväl ha god förmåga att aktivt förhålla sig till rådgivare, transaktionsbanker och marknad. Riksrevisionen konstaterar att Regeringskansliet utöver vissa kontakter med anlitad akademisk expertis i den första transaktionen inte anlidade oberoende finansiella rådgivare i försäljningsarbetet. De finansiella huvudrådgivare som anlidades fick i en separat upphandling också rollen som transaktionsbank i respektive försäljning och kan därför haft egna intressen i affären. Eftersom regeringen inte förlängde uppdraget till Rådet för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande fanns inte längre det

oberoende stöd att tillgå för att bedöma underlag och affärsmässighet inför säljbeslut som funnits i bolagsförsäljningar sedan 2007.

### 5.3 Otydliga skäl för vald försäljningsmetod

Det finns många etablerade metoder för att sälja en stor aktiepost. Flera metoder kan därtill kombineras och utföras på olika sätt. Försäljningsmetoderna har olika för- och nackdelar och ställer olika krav på säljare och utförare. Inför regeringens beslut om valet av försäljningsmetod identifierades ett antal styrande kriterier, varefter Regeringskansliet jämförde metoder med stöd av den finansiella rådgivare som anlätades. En akademisk underlagsrapport beställdes också.

Riksrevisionen konstaterar att Regeringskansliets dokumentation är otydlig om varför den valda försäljningsmetoden förordades, utifrån valda kriterier och annat underlag. Det är också oklart vilka av de styrande kriterierna som regeringen fäst störst vikt vid inför beslut om försäljningsmetod. De fördelar som säljaren framhåller med den metod som valdes – accelererat orderboks-förfarande – är enligt underlagsmaterialet inte det som särskiljer just denna metod från liknande metoder. Den akademiska underlagsrapporten levererades efter att den första delförsäljningen hade genomförts och väsentliga beslut för avvecklingen som helhet redan hade fattats. Sammantaget bedömer Riksrevisionen att skälen för regeringens beslut att använda den valda metoden är otydliga och att de underlag som togs fram inte har utnyttjats fullt ut.

### 5.4 Ingen målbild för rabattens storlek

Inför försäljningarna av Nordeaaktier har Regeringskansliet med hjälp av rådgivare undersökt marknadsläget utifrån ett stort antal indikatorer, såsom volatilitet på aktiemarknaden, riskaptit bland investerare och aktieanalytikers bedömningar om Nordea, för att tillse att försäljningar genomförs under goda marknadsförhållanden. Vid stora aktieförsäljningar måste säljaren oftast erbjuda rabatt, dvs. ett lägre pris per aktie än aktuell börskurs, för att efterfrågan på aktierna ska vara tillräcklig. I underlagsmaterialet från rådgivaren fanns bland annat utförliga uppgifter om uppnådd rabatt i andra stora aktieförsäljningar och resonemang om faktorer som påverkar rabattens storlek. Regeringskansliet har inte använt underlaget för att etablera en målbild för rabattens storlek. Regeringskansliet har bara delvis anpassat genomförandet av försäljningarna efter målet att uppnå låg rabatt.

### 5.5 Inget dokumenterat ställningstagande om Nordeas värde utifrån sakförhållanden i bolaget

Ett affärsmässigt försäljningsarbete bör innefatta att säljaren innan försäljningen inleds tar ställning till om aktiekursen speglar bolagets värde utifrån en egen

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

uppfattning om viktiga sakförhållanden i bolaget. Trots att Nordeaaktien är väl genomlyst kan Riksrevisionen konstatera att marknads värderingar, bedömningar och köp- och säljrekommendationer för Nordeaaktien varierade väsentligt inför genomförandet av de respektive försäljningarna. Regeringskansliet har inte dokumenterat sina bedömningar om värdet på Nordeainnehavet utifrån bolagsspecifika sakförhållanden. Det finns heller ingen dokumentation av eventuella jämförelser med marknadsanalytikernas bedömningar.

## 5.6 Brister i dokumentation och rapportering till riksdagen

Regeringen har inte skriftligen följt upp eller utvärderat vare sig enskilda försäljningar eller avyttringen av Nordeaaktierna som helhet. En konsekvens av detta är att erfarenheter och kunskap från försäljningsarbetet blir svårare att tillvarata inför eventuella framtida försäljningar av statligt ägda bolag. Regeringskansliets dokumentation av försäljningsarbetet är högst sparsam. Det är i allmänhet svårt att följa beslut och överväganden som gjorts under arbetets gång. Dokumentationen från försäljningarna innehåller få ställningstaganden och ståndpunkter från bolagsförvaltaren, det vill säga Regeringskansliet. Rabatten, som är den största kostnaden med försäljningarna och den viktigaste resultatindikatorn, redovisas inte av regeringen i de av riksdagen utpekade rapporteringstillfällena. Rådet för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande lades ner i utgången av 2010 utan skriftlig utvärdering och utan sammanställning av relevant kunskap och erfarenheter som hade kunnat användas i Nordeaförsäljningarna.

## Referenslista

### Litteratur

- INTOSAI (1998), *Guidelines on Best Practice for the Audit of Privatizations*. ISSAI 5210.
- National Audit Office (2017). The first sale of shares in Royal Bank of Scotland.
- Nordea. Annual Report 2006.
- Nordea. Annual Report 2008.
- Regeringen (2011). Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011.
- Regeringen (2012). Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2012.
- Regeringen (2013). Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2013.
- Riksrevisionen (2008). Regeringens försäljning av åtta procent av aktierna i TeliaSonera. RiR 2008:12.
- Sevenius, Robert. Best practice – en norm för att granska statens företagsöverlåtelser. Blendow Lexnova Expertkommentar, *Affärsjuridik*, april 2010.

### Riksdagstryck

- Prop. 1991/92:153 om rekonstruktion av Nordbanken, bet. 1991/92:NU36, protokoll 1991/92:128.
- Prop. 1995/96:220 om Lag om statsbudgeten, bet. 1996/97: KU3.
- Prop. 2006/07:57 om försäljning av vissa statligt ägda företag, bet. 2006/07:NU16, rskr 2006/07:217.
- Dir 2007:130, Kommittédirektiv. Råd för försäljning av aktier i bolag med statligt ägande.
- Rskr. 2007/08:120 om statliga företag, bet. 2008/09:NU4, rskr. 2008/09:155; rskr. 2008/09:156.
- Prop. 2009/10:175 om Offentlig förvaltning för demokrati, delaktighet och tillväxt, bet. 2009/10: FiU38, rskr. 2009/10:315.
- Rskr. 2010/11:140 om 2011 års redogörelse för företag med statligt ägande, bet. 2011/12:NU5, rskr. 2011/12:44.
- Skr. 2011/12:101 om Årsredovisning för staten, bet. 2011/12: FiU27, Rskr. 2011/12:293; Rskr. 2011/12:294.
- Prop. 2011/12:1 Utgiftsområde 24, bet. 2011/12:NU1, rskr. 2011/12:101; rskr. 2011/12:102; rskr. 2011/12:103.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Skr. 2013/14:101 om Årsredovisning för staten, bet. 2013/14: FiU33, Rskr. 2013/14:388; Rskr. 2013/14:389.

Prop. 2013/14:1 Utgiftsområde 24, bet. 2013/14:NU1, rskr. 2013/14:101; rskr. 2013/14:102; rskr. 2013/14:103.

Prop. 2014/15:1 Utgiftsområde 24, bet. 2014/15:NU1, rskr. 2014/15:66.

## Intervjuer

Daniel Barr, tidigare bankstödschef och avdelningschef för Finansiell stabilitet och konsumentskydd på Riksgälden. 2018-05-08.

Hans Sternby, senior investment banker, tidigare ansvarig för Norden på UBS och Deutsche Bank. 2018-09-05.

Petter Söderström, investeringsdirektör på Solidium Oy, holdingbolag för den finska statens minoritetsägande i börsnoterade bolag. 2018-08-28.

## Tidningsartiklar på webben

Wilson, James. Commerzbank launches €2.5bn rights issue. *Financial times*. 2013-05-14. <https://www.ft.com/content/445c6afe-bc64-11e2-9519-00144feab7de>, hämtad 2018-05-28.

Slater, Steve; Azhar, Saeed. Temasek sold barclays stake at loss. *Reuters*. 2009-06-03. <https://uk.reuters.com/article/uk-barclays/temasek-sold-barclays-stake-at-loss-idUKL334812220090603>, hämtad 2018-05-28.

Wearden, Greame. Bullish Barclays sees share price soar. *The Guardian*. 2009-01-26. <https://www.theguardian.com/business/2009/jan/26/barclays-bank-shares-profits>, hämtad 2018-05-28.

## Bilaga 1. Statens bolagsförsäljningar sedan 2007

Bolag	Försäljningsår	Pris (mnkr)	Kvarvarande ägarskap	Försäljningsmetod
TeliaSonera	2007	17 960	Ja (ca 37 %)	Accelererat orderboksförfarande
OMX	2008	2 100	Nej	Offentligt uppköpserbjudande
Vin & Sprit	2008	55 000	Nej	Auktion och särskilt förfarande reglerat i aktieägaravtal
Civitas Holding (Vasakronan)	2008	41 100	Nej	Auktion
Arbetslivsresurs AB	2011	145	Nej	Försäljning till enskild aktör utan budgivning
Nordea	2011	18 998	Ja (13,5 %)	Accelererat orderboksförfarande
Nordea	2013	19 476	Ja (7 %)	Accelererat orderboksförfarande
Nordea	2013	21 571	Nej	Accelererat orderboksförfarande
Vectura	2013	900	Nej	Auktion
SAS	2016	214	Ja (ca 17 %)	Accelererat orderboksförfarande

## Bilaga 2. Översikt över försäljningsmetoder i Regeringskansliets underlag

Namn	Beskrivning
Accelererat orderboksförfarande	Försäljning av aktierna under kort tid (1-2 dagar) med hjälp av en eller flera transaktionsbanker, som fyller orderboken. Priset bestäms av utfallet i orderboken.
Konvertibel obligation	Försäljning av obligationer till köpare som kan konvertera fordringen till aktier till en förbestämd konverteringskurs. Kursen sätts av säljaren.
Block trade/Bought deal	Försäljning av aktierna genom att transaktionsbank garanterar storlek och pris för försäljningen, för att sedan sälja vidare aktierna till intresserade köpare.
Dribble out	Försäljning av aktierna sker genom att man över lång tid gradvis säljer aktierna på börsen. Priset bestäms av aktiekursens utveckling under perioden som aktierna avyttras.
Marknadsfört erbjudande	Försäljning sker genom marknadsföring och införsäljning av transaktionbanker, hos utvalda investerare. Priset bestäms genom utfallet i orderboken.
Kontrollpost	Försäljning av samtliga aktier till en köpare som snabbt vill få en stark position i bolaget. Priset bestäms genom förhandling.
Strategisk affär	Försäljning sker genom förhandling med ett fåtal intresserade köpare. Priset bestäms genom förhandling.



## Bilaga 3. Analyser som ligger till grund för granskningens resultat

- Analys av om försäljningen har föregåtts av planering som omfattar hela aktieinnehavet i Nordea, i enlighet med bästa praxis-kravet på att försäljningen ska planeras som helhet. Analysen genomförs genom att kartlägga regeringens planering så som den framgår av projektakterna och genom att beskriva hur planeringen följs och eventuellt utvecklas under försäljningarna.
- Analys av om Regeringskansliet haft en tydlig och konsekvent målbild med försäljningen, i enlighet med budgetlagens krav på att riksdagens mål ska uppnås i så hög grad som möjligt och bästa praxis-kravet på tydliga och helst mätbara mål och rekommenderad målbild i regeringens utgångspunkter. Analysen genomförs genom att i projektakterna studera inledande planeringsdokument och huruvida målbilden används konsekvent genom samtliga försäljningar.
- Analys av om Regeringskansliet gjort egna bedömningar av värdet på aktieinnehavet, i enlighet med bästa praxis-kravet på att säljaren ska ha en till marknaden kompletterande värdering av noterade innehav och regeringens princip om att en bred marknadsanalys ska göras. Analysen genomförs genom att i projektakterna kartlägga regeringens värdering av innehavet och aktien och beskriva om värderingen har identifierat aspekter av bolagets verksamhet som går djupare än rådande aktiekurs och nyckeltal och beaktat väsentliga bolagsförhållanden som regeringen bedömer att marknaden behöver känna till för att marknads värdering ska vara rättvisande, och om ägarstrukturen analyserats för att identifiera ägare med god betalningsvilja för att stärka sin position i bolaget.
- Analys av om projektorganisationens resurser och kompetens motsvarar bästa praxis-kravet på noggrann kompetens- och resursförsörjning. Analysen genomförs genom att i projektakten undersöka om projektorganisationen hade relevanta erfarenheter, kompetens att välja och hantera rådgivare och transaktionsbanker och möjlighet att kontinuerligt hantera marknadsunderlag.
- Analys av hur säljtillfällena har identifierats genom att kartlägga hur Regeringskansliet kontinuerligt utvärderat marknadsförhållanden och efterfrågan och för varje försäljning motiverat säljtillfället, i enlighet med försäkran i regeringens proposition att pröva olika affärsmöjligheter för att hitta det mest affärsmässiga och bästa praxis-kravet på att försäljningen genomförs under optimala förhållanden, så att det framgår på vilka grunder försäljningarna beslutats och huruvida beslutsunderlag behandlats konsekvent och med tydlig hänsyn till målbilden.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

- Analys av om Regeringskansliet övervägt och vid behov använt oberoende expertis för att bedöma tillgängligt underlag och för att biträda i kontakter med huvudrådgivare, i enlighet med bästa praxis-kravet på att säljaren bör överväga en separat rådgivare om säljaren har begränsad erfarenhet, och riksdagens krav på mycket noggranna analyser inför försäljning. Analysen genomförs genom att kartlägga hur regeringen anlitat extern expertis och vilka avvägningar som ligger till grund för detta beslut och hur expertisen använts.
- Analys av om Regeringskansliet gjort noggranna analyser inför försäljningar, i enlighet med riksdagens krav på mycket noggranna analyser inför försäljningar och bästa praxis-kravet att säljbeslut ska baseras på noggranna bedömningar av tillgångens värde, konsekvenser för kommande försäljningar och olika säljalternativ. Analysen genomförs genom att kartlägga innehållet och djupet i Regeringskansliets analyser, med fokus på om analyserna kvalitetsssäkrats internt och externt och om de har erforderliga källhänvisningar.
- Analys av om Regeringskansliet inför och mellan de enskilda försäljningarna beaktat erfarenheter från tidigare försäljningar, i enlighet med riksdagens anmodan att beakta Riksrevisionens föreslagna åtgärder i granskningen av Telia Sonera-försäljningen, och bästa praxis-kravet på att erfarenheter från tidigare försäljningar ska användas. Analysen genomförs genom att kartlägga hur regeringen återkopplat till erfarenheter från tidigare försäljningar och identifierat förbättringspotential mellan de tre enskilda försäljningarna av Nordeaaktier.
- Analys av om Regeringskansliet inför val av försäljningsmetod (inför varje försäljningstillfälle och avyttringen som helhet) studerat efterfrågan på marknaden, enligt riksdagens krav på noggranna analyser inför försäljningar, försäkran i regeringens proposition om att pröva olika affärsmöjligheter för att hitta det mest affärsmässiga, regeringens utgångspunkt att fortlöpande analysera köpare för det enskilda företaget och att flexibelt välja säljmetod efter marknadsförhållanden och bästa praxis-krav på bevakning och analys av köparkollektivet. Analysen genomförs genom att kartlägga hur regeringen efterfrågat och tagit ställning till underlag med betydelse för val av försäljningsmetod, exempelvis storlek på efterfrågan vid olika priser, tänkbara investerare och möjligheter att påverka efterfrågan.
- Analys av om försäljningsmetoder har jämförts på ett konsekvent och överskådligt sätt inför varje försäljning, enligt riksdagens krav på noggranna analyser inför försäljningar, regeringens försäkran om att pröva olika affärsmöjligheter för att hitta det mest affärsmässiga och regeringens utgångspunkt att flexibelt välja säljmetod efter marknadsförhållanden. Analysen genomförs genom att kartlägga hur regeringen undersökt om försäljningsmetod vid de olika försäljningarna valts genom konsekventa

jämförelser mellan metoderna, förankrade i resonemang om hur rådande marknad motiverar den valda försäljningsmetoden.

- Analys av hur staten tillsett att anlita rådgivare och transaktionsbanker haft incitament som främjar statens målfunktion, i enlighet med bästa praxis-kravet att skapa incitamentsstrukturer som stödjer de uppsatta målen, och regeringens utgångspunkt att det föreligger risk för regeringens anseende avseende noggrannheten i själva försäljningsprocessen. Analysen genomförs genom att kartlägga regeringens val av incitamentsstruktur (bl.a. ersättningsmodell), beskriva strukturen och visa hur den fungerar i förhållande till försäljningsutfallet.
- Analys av storleken på rabatterna vid försäljningarna i jämförelse med jämförbara stora aktieförsäljningar, i enlighet med riksdagens krav på affärsmässig hänsyn vid försäljningar och bästa praxis betoning på rabatten som den största kostnaden i affären. Analysen genomförs genom att utifrån underlag i projektakterna och nyhetssökningar jämföra de uppnådda rabatterna med rabatter liknande transaktioner utförda med samma försäljningsmetod<sup>65</sup>, med hänsyn till marknadssituation, bolagsförhållanden och anledning till avvyrning och andra faktorer som kan skilja från Nordeaförsäljningen, t.ex. hur pressad säljaren är att sälja sitt innehav och vad som motiverar säljintentionerna<sup>66</sup>. Analysen omfattar också rabatterna i förhållande till målfunktionen. Analysen bygger på en kartläggning med syfte att beskriva regeringens underlag om rabatten och hur regeringen använt det. Riksrevisionen avser att som del i denna analys ta fram ett underlag om rabatter för jämförbara transaktioner med hjälp av dokumentationen i projektakterna och genomföra en liknande analys av rabatten som NAO genomfört i sin granskning av försäljningen av aktier i RBS.
- Analys av om Regeringskansliet inför och mellan försäljningarna värderat olika typer av investerare och uppskattat hur många aktier som bör säljas, i enlighet med regeringens utgångspunkt att noga följa utvecklingen av potentiella köpare på aktiemarknaden, och bästa praxis-kravet att säljaren ska bevaka potentiella köparens intentioner och ge försäljningen optimala förhållanden avseende marknadsklimat och efterfrågan samt identifiera köpare som främjar stabil eftermarknad. Analysen genomförs genom att kartlägga hur Regeringskansliet hanterat efterfrågan genom beställning av underlag och hur detta tillvaratagits i försäljningsarbetet.
- Analys av om Regeringskansliet har styrt allokeringen bland investerare, i enlighet med bästa praxis-kravet att säljaren aktivt ska följa och vid behov

<sup>65</sup> Finska staten har exempelvis nyligen avvyrat stora aktieinnehav i Telia Company och SSAB med samma säljförfarande.

<sup>66</sup> Rabatten blir högre om säljaren är pressad att avvyrta innehavet p.g.a. likviditetsproblem, och om säljintentionerna är ett resultat av att säljaren inte längre tror på bolagets framtidsutsikter.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

styra över försäljningen, och ha insyn i rådgivares och bankers arbete med transaktionerna. Analysen genomförs genom att kartlägga regeringens allokeringsstrategi, beskriva strategin, hur den använts och vad den lett till.

- Analys av om Regeringskansliet har analyserat hur aktien handlats efter respektive försäljning för att utvärdera val av försäljningsmetod och timing, i enlighet med försäkran i regeringens proposition att löpande pröva olika affärsmöjligheter och bästa praxis-kravet att säljaren ska ge försäljningen optimala förhållanden avseende marknadsklimat och efterfrågan, samt identifiera köpare som främjar stabil eftermarknad. Analysen genomförs genom att i projektakter och frågor till Regeringskansliet undersöka om Regeringskansliet tagit fram material som visar hur handeln med Nordeaaktier såg ut efter försäljningarna och utifrån detta utvärderat försäljningsarbete och timing för försäljning.
- Analys av om Regeringskansliet har övervägt stabiliseringsmekanismer för marknaden mellan försäljningarna, i enlighet med bästa praxis-kraven att säljaren ska uppfattas som tillförlitlig och vederhäftig, och att säljbeslut ska beakta konsekvenser på kommande försäljningar. Analysen genomförs genom att studera om det i projektakten finns material som påvisar att Regeringskansliet gjort avvägningar om stabiliseringsmekanismer, och vilka resonemang som förts kring detta. Stabiliseringsmekanismer är utformade för att de som köper aktier ska känna trygghet i att den aktie man köper kommer att behålla sitt värde. Ett exempel på en stabiliseringsmekanism är att säljaren förbinder sig att inte sälja fler aktier under en viss period efter försäljningen, en s.k. "lock-up".
- Analys av hur erfarenheter och bedömningar av de enskilda försäljningarna dokumenterats, i enlighet med bästa praxis-kraven att försäljningar dokumenteras och utvärderas inför kommande försäljningar, och att uppföljning av måluppfyllelse genomförs, med hänsyn till hur priset påverkats av säljarens och övriga intressenters åtgärder. Analysen genomförs genom att studera om de respektive försäljningarna utvärderats och slutsatser dragits med förbättringsförslag på säljarbetet inför senare försäljningar, exempelvis i pm eller mötesnoteringar.
- Analys av om prisutvecklingen efter försäljningarna följts upp och kommenterats av Regeringskansliet i syfte att utvärdera erhållet försäljningspris och timing inför nästa försäljning, i enlighet med bästa praxis-kravet att uppföljning av måluppfyllelse genomförs, med hänsyn till hur priset påverkats av säljarens och övriga intressenters åtgärder. Analysen bygger på en kartläggning med syfte att beskriva regeringens underlag i denna fråga och hur regeringen använt det.
- Analys av om Regeringskansliet har följt upp eventuella indikationer på informationsläckage efter försäljningar, i enlighet med regeringens utgångspunkter att inte kommunicera kring innehaven innan transaktioner

och att minimera tiden mellan initiering och genomförande av försäljning för att minska risken för informationsläckage, samt bästa praxis-kravet att säljaren ska sträva efter att uppfattas som vederhäftig av marknaden. Analysen genomförs genom att i projekttakterna leta efter material som visar att Regeringskansliet har studerat handeln med Nordeaaktier precis innan försäljningar, eller på annat sätt undersökt eventuell förekomst av informationsläckage.

- Analys av om det samlade försäljningsarbetet utvärderats och dokumenterats inför framtida statliga ageranden på aktiemarknaden, i enlighet med riksdagens betoning på att försäljningsprocessen dokumenteras väl, regeringens utgångspunkt att dokumentation av försäljning hör till rollen som beslutsam och pålitlig säljare och bästa praxis-kravet på dokumenterad utvärdering med slutsatser inför kommande försäljningar, som ska omfatta marknadens uppfattning av säljarens arbete, kostnadseffektivitet i försäljningen och identifiering av förbättringspotential. Analysen genomförs genom att kartlägga hur regeringen utvärderat försäljningarna som underlag till lärande i exempelvis projekttakten, årsredovisningar för staten, verksamhetsberättelser för statliga bolag, regeringens årliga skrivelser eller i budgetpropositioner. Även akten för försäljningar av aktier i SAS 2016 bör studeras.
- Analys av om försäljningarna redovisats till riksdagen på ett sätt som relaterar resultat till målbilden för försäljningarna och lärande på ett relevant sätt, i enlighet med budgetlagens krav att riksdagens mål ska uppnås i så hög grad som möjligt med tillgängliga resurser, regeringens princip att agera som en ansvarsfull försäljare och genomföra bra affärer för folkhushållet, och bästa praxis-kravet på redovisning av måluppfyllelse. Analysen genomförs genom att jämföra redovisningen i relevanta pressmeddelanden och annan kommunikation i samband med försäljningarna, årliga skrivelser till riksdagen, verksamhetsberättelser, skrivelser och budgetpropositioner, med de mål som uttryckts för försäljningen i försäljningsarbetet och huruvida redovisningen av försäljningsresultatet är adekvat. Särskild uppmärksamhet riktas till frågor om erhållet försäljningspris och kostnader (inklusive rabatt).

## Bilaga 4. Bästa praxis

Med begreppet bästa praxis menas rutiner och hantering som enligt expertis förknippas med framgångsrikt resultat.

Den bästa praxis som Riksrevisionen använde i granskningen av regeringens försäljning av aktier i Telia Sonera är en utgångspunkt. Denna bästa praxis bedömdes av två externa experter i samband med publiceringen och de fann att både utformning och Riksrevisionens användning var relevant och lämplig som utgångspunkt för genomförandet av granskningen. Metoden och innehållet i bästa praxis har också blivit bedömd i en externt publicerad expertkommentar.<sup>67</sup> Expertkommentaren fann att den transaktionsprocess som Riksrevisionen jämfört i de statliga försäljningarna stämmer överens med faktiskt iakttagna affärsmönster i näringslivet vid överlåtelse av privatägda företag och aktier. Enligt kommentaren stämmer den bästa praxis som Riksrevisionen använt med både erfarenheter och teoretiska studier. Projektgruppen har i dialog med externa experter kommit fram till att denna bästa praxis fortfarande är relevant och därför kan användas som utgångspunkt även för denna granskning. Aktualiteten i denna tidigare bästa praxis har också prövats genom att Riksrevisionen beaktat bedömningarna i en rapport som Storbritanniens statliga revisionsorgan publicerade 2016, som behandlar en aktieförsäljning av den typ som den aktuella granskningen ska behandla. Bästa praxis för de försäljningar som nu ska granskas återspeglar de aspekter som ett statligt revisionsorgan enligt INTOSAI behöver beakta i granskning av statliga försäljningar av bolag<sup>68</sup>. En beskrivning av bästa praxis följer här.

### Val av försäljningsstrategi och metod

Säljaren ska i försäljningsprocessen tillvarata egna erfarenheter av tidigare genomförda försäljningar, experters erfarenheter från försäljningar och relevant forskning.

Säljaren behöver ha en tydlig uppfattning om värdet av bolaget. Säljaren ska därför ha en förmåga att värdera den tillgång som ska säljas genom att identifiera ett rimligt värderingsintervall som bygger på olika relevanta värderingsmetoder som passar den sektor som det aktuella bolaget verkar inom och för det aktuella bolaget med avseende på specifika förhållanden i bolaget. För noterade innehav bör en uppfattning om värdet inbegripa en kompletterande värdering av marknadens

---

<sup>67</sup> Blendow Lexnova Expertkommentar – *Affärsjuridik*, april 2010, Robert Sevenius, Best practice – en norm för att granska statens företagsöverlåtelse.

<sup>68</sup> En sammanfattning av riktlinjerna finns med som bilaga, se även INTOSAI (1998). *Guidelines on Best Practice for the Audit of Privatisations*. ISSAI 5210.

värdering. Detta innefattar jämförelse med andra bolag i samma bransch och styrkor och svagheter i det aktuella bolaget jämfört med andra bolag som säljaren bedömer att marknaden behöver beakta i försäljningen. De rådgivare och banker som anlitas bör också tillfrågas att göra en sådan värdering. Säljaren behöver ta hänsyn till omständigheter i bolagets utveckling. Om det är möjligt bör säljaren ha kontakt med bolaget för att säkerställa att säljaren har en god kännedom om och förståelse för bolagets strategiska planer, utan att hamna i insiderproblematik.

Säljaren ska fortlöpande följa utvecklingen på de finansiella marknaderna för att analysera förutsättningarna för olika typer av marknadsransaktioner. Detta omfattar analyser av möjligheterna att göra bra affärer avseende pris och andra villkor och löpande värdering av bolaget, samt värdet av innehavet som övervägs för försäljning.

Säljaren ska fastställa mål för försäljningen som idealt sett ska vara mätbara. Målen ska beakta specifika omständigheter i det aktuella bolaget samt underlätta eventuella kommande försäljningar med avseende på att kompetens- och resursförsörjningen utformas i enlighet med målfunktionen.

Utifrån målfunktionen ska säljaren ta fram en lista över åtgärder och prioriteringar som ska stödja uppnåendet av målen. Denna lista ska omfatta kriterier för val av metod, som ska vara enkla och överblickbara med potential att maximera resultat, minimera försäljningens inverkan på bolagets börsvärde och vara flexibla med avseende på transaktionsstorlek och marknadsförhållanden.

Säljaren ska bedöma och hantera potentiella risker som avser val av försäljningsstrategi och försäljningsmetod, så att förutsättningarna för målen med försäljningen optimeras. Detta omfattar att säljaren:

- fattar grundade beslut om fördelningen av aktierna till försäljning i en eller flera försäljningar så att risker och möjligheter med en försäljning fördelat vid ett eller flera försäljningstillfällen hanteras
- har sådan kännedom om marknadsförhållanden och timing och gör avvägningar avseende transparensnivå/undvikandet av läckor så att spekulation bland investerarna inte påverkar försäljningens resultat negativt
- reglerar rådgivares villkor och ersättning så att de i så stor utsträckning som möjligt prioriterar säljarens mål
- kan beakta förhållanden i marknaden som kan påverka förutsättningarna för en försäljning, t.ex. riksaptit bland investerare, förhållanden på de nordiska aktiemarknaderna och makroekonomiska förhållanden.

Säljaren ska tillsätta en projektorganisation med lämplig kompetens bestående av interna och externa resurser.

Om säljaren bedömer att den behöver förstärka sin kompetens, p.g.a. begränsad direkt erfarenhet av att planera och genomföra försäljningar eller p.g.a. den

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

planerade försäljningens komplexitet, kan det finnas skäl att överväga att anlita en separat rådgivare som biträde i hanteringen av andra rådgivare och utförande banker.

Säljaren bör dock sträva efter att approacha så få potentiella rådgivare som möjligt för att undvika att aktörer som inte blir slutligen anlitade positionerar sig på sätt som motverkar försäljningens mål i den kommande försäljningen.

En större försäljning bör planeras under längre tid så att försäljningen genomförs under optimala förhållanden med beaktande av försäljningens mål, så att t.ex. efterfrågan är hög och marknadsklimatet är fördelaktigt.

Säljarens övervägande att sälja samtliga eller en del av aktierna i bolaget ska baseras på noggranna bedömningar av värdet av och riskerna med de olika alternativ som står till buds. I beslutet bör beaktas eventuella konsekvenser av den aktuella försäljningen för eventuella kommande försäljningar av ytterligare aktier eller genom en strukturaffär i samma bolag.

När säljaren väljer försäljningsmetod ska säljaren värdera fördelar/nackdelar och risker med olika metoder utifrån målfunktionen och att nödvändig kompetens finns för att som säljare hantera metoden i fråga.

När försäljningsmetoden är bestämd bör säljaren och rådgivarna noggrant planera hur den ska genomföras.

### **Genomförande av vald försäljningsmetod – accelererat orderboksförfarande**

Säljaren ska bedöma och hantera potentiella risker som avser genomförandet av försäljningen så att säljarens anseende bibehålls och stärks på marknaden vad beträffar noggrannheten i det praktiska genomförandet av försäljningarna.

Säljaren behöver balansera kostnadsmedvetenhet med kvalitetsmedvetenhet i hanteringen av rådgivare och utförare. De rådgivare som säljaren anlitar kan i sina val och strategier påverka hur investerare och marknad uppfattar säljaren. Säljaren bör därför sträva efter att agera med hög beställarkompetens och vara aktiv gentemot rådgivare och banker så att dessa får lämpliga incitament i syfte att försäljningens resultat optimeras. Hög beställarförmåga omfattar att säljaren aktivt följer och styr över de förhållanden som omger försäljningen genom att skapa incitamentsstrukturer för rådgivare, utförare och investerare som stödjer de uppsatta målen och hanterar potentiella intressekonflikter. Detta kräver att säljaren har insyn i och kontroll över rådgivares och utförarens konkreta hantering av försäljningsprocessen och bevakar potentiella köparens identitet och intentioner.

Säljaren ska upprätthålla fördelarna med den valda metoden, att den är snabb, tydlig, överblickbar och kan säkra tillgång till en bred krets av investerare.



Säljaren ska sträva efter att uppfattas av investerare och marknad som tillförlitlig och vederhäftig, samt ska uttrycka och eftersträva att uppnå grundade förväntningar om resultat. Möjlig volym bör ställas mot möjligt pris.

För större affärer är rabatten ofta den viktigaste kostnadsfaktorn. Säljarens mål bör inkludera mål för rabattnivån som relaterar rabatten till jämförbara transaktioner och prognoser. Säljaren bör skapa förutsättningar för en så låg rabatt som möjligt givet försäljningens mål.

För att garantera potentiella investerare en stabil eftermarknad så att betalningsviljan optimeras, bör säljaren identifiera potentiella köpare som sannolikt kan komma att behålla och fortsätta köpa aktien efter försäljningen, snarare än investerare som har för avsikt att sälja aktien efter affärens genomförande.

Säljaren behöver förhålla sig till och helst godkänna allokeringen innan det slutliga genomförandet. Säljaren bör be bankerna att rangordna potentiella investerares troliga beteende efter en försäljning utifrån deras beteende efter tidigare försäljningar så att investerarnas beteende stödjer försäljningens mål, bland annat med avseende på deras benägenhet att behålla aktierna över längre tid.

Reglerna för insiders ska följas: en försäljning bör inte genomföras under perioden slutet av ett redovisningskvartal till kvartalsrapportens publicering – det innebär normalt slutet av mars, juni, september och december till och med runt den 20:e påföljande månad.

Säljaren ska minimera risken för att informationsläckage pressar aktiekursen nedåt innan försäljningen genom att avstå från att kommunicera kring innehaven innan transaktion genomförs.

Säljaren ska säkerställa att det inte råder någon oklarhet om vilka aktier som ska säljas av de aktier som ägs, var de finns och till vilket konto som betalningen ska göras.

## Redovisning och uppföljning

Säljaren ska dokumentera och utvärdera försäljningen utförligt inför eventuella framtida försäljningar.

Säljaren ska definiera utvärderingskriterier för vald försäljningsstrategi och försäljningsmetod som ska omfatta såväl den hittills genomförda försäljningsstrategin som den konkreta försäljning som genomförts.

Uppföljningen ska utgöra underlag till lärande genom att risker i genomförandet och förbättringspotential identifieras.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

Säljaren ska utvärdera uppnått pris i förhållande till eftermarknaden och rabatten i förhållande till försäljningens mål. Utvärderingen ska omfatta hur väl säljaren hanterade transaktionens storlek, framför allt med avseende på aktiens likviditet, aktiens underliggande värdering och volatilitet, investerarnas riskaptit, förhållanden på kapitalmarknaderna och makroekonomisk dynamik.

En meningsfull uppföljning av försäljningarna ska följa ägarskapet. Om det visar sig att köparna i hög grad agerade mot mellanhänder genom att omgående sälja vidare sina innehav, kan det finnas skäl att tro att vald försäljningsmetodik inte var den mest adekvata för att nå högsta möjliga försäljningspris. Det är i uppföljande syfte värt att undersöka vilka som köpte aktierna och i vilken takt dessa innehav eventuellt såldes vidare.

Säljaren ska i uppföljningen ta hänsyn till hur resultatet påverkats av säljarens, rådgivarnas och bankernas åtgärder, som t.ex. den information som förmedlats till omvärlden.

Kostnadseffektiviteten i försäljningen behöver beaktas i uppföljningen, såväl avseende rabatt som ersättning till rådgivare och utförare.

Uppföljningen ska omfatta om transaktionen uppfattats positivt eller negativt av investerare och marknad. Säljaren ska i uppföljningen bedöma om säljarens agerande uppfattats av rådgivare, utförare och marknad som ett resultat av en pålitlig och beslutsam säljare på marknaden som kan förbereda och genomföra en försäljning av aktuell magnitud, som avser att dokumentera genomförda försäljningar och som kan mobilisera det aktuella bolaget på lämpligt sätt.

Om fortsatta försäljningar kan bli aktuella ska säljaren analysera förutsättningarna för fortsatta försäljningar genom att följa kapitalmarknaderna noga.

## Bilaga 5. Regeringens utgångspunkter för försäljningarna

Ett centralt dokument där regeringens utgångspunkter uttrycks på ett tidigt stadium är den projektbeskrivning för försäljningarna som förvaltningsorganisationen tog fram i november 2010 i samarbete med Finansdepartementets budgetavdelning. Det pm som togs fram omfattade en beskrivning av processen i huvuddrag, särskilda hänsyn, rekommenderad målbild och processen för att genomföra transaktionen.

Under den vidare processen har regeringen gjort förtydliganden av sina utgångspunkter. I det följande ges en sammanfattning av vad som sammantaget framkommit om regeringens utgångspunkter för försäljningen från dokumentationen i de ärenden som omfattar de tre genomförda aktieförsäljningarna avseende syfte och mål respektive principer för genomförandet av försäljningarna.

### Syfte och mål

Det pm som förvaltningsorganisationen tog fram i november 2010 i samarbete med Finansdepartementets budgetavdelning argumenterar för att statens totala ägande i Nordea borde kunna avvecklas genom 2–4 marknadstransaktioner under en period av 1–2 år, givet den information som var tillgänglig då. Regeringen avsåg att nära följa marknadsförhållandena för Nordeas aktie på kapitalmarknaderna för att kunna överväga fortsatta transaktioner.

Regeringen avsåg att genomföra försäljningar som en ansvarsfull ägare när det vid en samlad bedömning kunde förväntas leda till en bra affär avseende pris och andra villkor för det svenska folkhushållet. Framgångarna vid försäljningarna av Vin & Sprit, Vasakronan, OMX och Telia Sonera som enligt regeringen överträffade de flestas förväntningar visade att regeringen har rätt process för att genomföra ytterligare försäljningar.

Regeringens bedömning var att det långsiktigt fanns risk för intressekonflikter om staten skulle vara både ägare och reglerare av finansiella institutioner. Regeringen menade också att staten inte skulle äga bolag som verkade på kommersiella marknader med effektiv konkurrens om inte bolaget hade ett särskilt beslutat samhällsupdrag.

Regeringen ville också dra fördel av den rådande förmånliga aktiekursen för att minska statsskulden och stärka statens förmåga att hantera eventuella framtida finansiella kriser. Ambitionen att minska statsskulden skulle enligt regeringen ses

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

mot bakgrund av att erfarenheterna från den finansiella oron i Europa år 2008 och framåt visade att främst länder med hög statsskuld påverkats.

## Principer för genomförandet

### Förarbete

I ett tidigt skede fick förvaltningsorganisationen signal från den politiska ledningen om att underlagen inför ev. försäljningar också skulle inkludera redogörelser för resultat från forskning om marknadstransaktioner. Den politiska ledningen signalerade också att den ville se information om rabattnivåer i tidigare gjorda transaktioner.

Regeringen avsåg att följa utvecklingen på de finansiella marknaderna mycket noga och fortlöpande analysera möjligheterna att göra bra affärer avseende pris och andra villkor. Det handlar om att analysera marknaden för det enskilda företaget, dess kunder, finansiärer och produkter, liksom för potentiella köpare. Analyserna ska vägas samman innan en försäljningsprocess startar så att regeringen säkerställer att den leder fram till en bra affär avseende pris och andra villkor.

### Timing

Det pm som förvaltningsorganisationen tog fram i november 2010 i samarbete med Finansdepartementets budgetavdelning lyfter fram följande:

- Ju kortare tid mellan det att processen inleds och att en försäljning genomförs, desto mindre risk för informationsläckage. Därmed bör regeringen redan i inledningen (informellt) ha tagit ställning till och accepterat rådande aktiekurs (prövas löpande).
- För att den negativa pressen på aktiekursen (överutbudet) ska minimeras bör regeringen avstå från att kommunicera kring innehaven innan transaktioner genomförts.
- Regeringskansliet bör följa reglerna för så kallade insiders. Det innebär att en försäljning inte bör genomföras under perioden slutet av ett redovisningskvartal till kvartalsrapportens publicering. Det innebär normalt slutet av mars, juni, september och december till och med runt den 20:e påföljande månad.

### Val av metod

Regeringen utvärderade olika typer av transaktioner utefter flera olika kriterier, såsom om de var enkla och överblickbara, hade potential att maximera resultat, innebar minimering av inverkan på Nordeaaktiens värde och om de var flexibla med avseende på transaktionsstorlek och marknadsförhållanden. Den metod som i jämförelse var bäst valdes. Beträffande den metod som valdes för de tre

genomförda aktieförsäljningarna, accelererat orderboksförfarande, identifierade regeringen följande för- och nackdelar.

Fördelarna med metoden bedömdes vara att det var en snabb, tydlig och överblickbar metod. Nackdelarna med metoden bedömdes vara att det kunde vara svårt att få tillgång till en bred investerarbas.

### Resultat

Regeringen var principiellt inriktad på att minimera rabatten till investerarna i förhållande till stängningskursen dagen innan ABB-transaktionen inleddes. Men det är också tydligt att en "normal" rabatt i förhållande till genomsnittet för jämförbara affärer kunde accepteras.

### Potentiella risker

Regeringen bedömde i sina förberedelser att det kunde finnas potentiella risker avseende hur aktier såldes i olika försäljningsomgångar, marknadsförhållanden och timing som kunde påverka det uppnådda priset, också i förhållande till marknaden efter genomförd försäljning. Regeringen bedömde också att det kunde finnas risker för regeringens anseende avseende noggrannheten i det praktiska genomförandet av försäljningar men också avseende t.ex. möjligheter till spekulation bland investerarna, transparensnivå/läckor. Vidare bedömde regeringen att det kunde finnas potentiella risker med avseende på rådgivarnas villkor och ersättning.

När det gäller försäljningarnas timing beaktade regeringen förhållanden dels inom Nordea (såsom t.ex. resultat, värdering, jämförelse med andra banker och ledningens rykte), dels i marknaden (såsom t.ex. riskapitet bland investerarna, förhållanden på de nordiska aktiemarknaderna och makroekonomiska förhållanden).

Regeringen gjorde också överväganden så att de utförande bankerna i så stor utsträckning som möjligt skulle prioritera regeringens mål.

### Utvärderingskriterier

Regeringens utvärderingskriterier för försäljningarna omfattade erhållet pris och rabatt i förhållande till eftermarknaden och att uppfattas som en pålitlig och beslutsam säljare på marknaden som kan hantera en försäljning av viss magnitud, som kan mobilisera även det sålda bolaget och som dokumenterar sina försäljningar.

När det gäller rabatten har regeringen en utvecklad bedömningsgrund som tar hänsyn till transaktionens storlek (framför allt med avseende på aktiens likviditet), aktiens underliggande värdering och volatilitet, investerarnas riskapitet, förhållanden på kapitalmarknaderna, makroekonomisk dynamik.

FÖRSÄLJNINGARNA AV STATENS AKTIER I NORDEA

När det gäller att vara beredd att redovisa exakt vilket resultat som försäljningen resulterat i är regeringens utgångspunkt dock att det har förekommit så många olika transaktioner under de 19 år som regeringen innehått aktier i Nordea att det inte är möjligt att räkna ut något totalt resultat.

### Praktiska aspekter på genomförandet

Det pm som förvaltningsorganisationen tog fram i november 2010 i samarbete med Finansdepartementets budgetavdelning lyfter fram att i samband med en försäljning måste regeringen ta ställning till och besluta huruvida försäljning ska omfatta aktier ur Stabilitetsfonden, ur statens balansräkning eller en mix av de två. Vidare bör regeringen:

- utreda och ta ställning till om värdet på teckningsrätterna är att betrakta som en skuld som bör regleras. Om så är fallet bör regeringen besluta att minst 4,6 miljarder överförs från fonden till statsbudgeten i samband med att aktier ur fonden avyttras
- genomföra en intern legal analys av hur övervärdet, dvs. skillnaden mellan Stabilitetsfondens investeringar i nyemissionen och försäljningsvärdet, ska tillfalla statsbudgeten. Riksdagen har bemyndigat regeringen att genomföra försäljning av statens dåvarande innehav på 19,7 procent, och i beslutet sägs att försäljningslikviden i sin helhet ska användas till amortering på statsskulden.

I pm:et gavs rekommendation att i första hand sälja aktier som ägs av Stabilitetsfonden och att då avräkna och inhämta värdet på de teckningsrätter som nyttjades av Stabilitetsfonden vid investeringen i Nordeas nyemission och/eller övervärdet som realiserats vid försäljningstillfället.

Regeringen valde också tidigt att inte ha någon uppfattning om till vilka investerare aktier såldes, så länge som alla investerare investerade på samma ekonomiska villkor.

Svenska staten sålde sitt aktieinnehav i Nordea Bank AB i tre försäljningar åren 2011 och 2013. Försäljningsintäkterna uppgick till över 60 miljarder kronor. Riksdagen krävde att försäljningarna skulle vara affärsmässiga och att försäljningsarbetet skulle dokumenteras väl. Riksrevisionen har granskat statens försäljningar av aktier i Nordea, med fokus på förberedelser och planeringsarbete, genomförandet av försäljningarna och dokumentationen av affärerna, inklusive regeringens rapportering till riksdagen.

Granskningen visar att försäljningarna i stor utsträckning genomförts affärsmässigt men att det funnits brister i försäljningsarbetet som inneburit risk för sämre försäljningsresultat. Bristerna avser bland annat Regeringskansliets användning av underlagsrapporter. Eftersom stora aktieförsäljningar är en ovanlig uppgift för staten och eftersom den anlitate finansiella rådgivaren kan ha haft egna intressen i affären, bedömer Riksrevisionen att Regeringskansliet borde anlita ytterligare expertstöd i försäljningsarbetet. Därtill anser Riksrevisionen att rapporteringen till riksdagen är otillräcklig.

Riksrevisionen rekommenderar regeringen att i framtida aktieförsäljningar utveckla rapporteringen till riksdagen om hur försäljningar har beretts och genomförts, där centrala resultatmått som rabatt i förhållande till börskurs redovisas. Riksrevisionen rekommenderar Regeringskansliet att i framtida aktieförsäljningar kontinuerligt använda oberoende expertstöd, fastställa och använda mätbara mål för försäljningen och noggrant dokumentera försäljningsarbetet.

ISSN 1652-6597

ISBN 978-91-7086-500-8

Beställning: [www.riksrevisionen.se](http://www.riksrevisionen.se)

RIKSREVISIONEN

---

NYBROGATAN 55, 114 90 STOCKHOLM

08-5171 40 00

[WWW.RIKSREVISIONEN.SE](http://WWW.RIKSREVISIONEN.SE)

## Näringsdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 28 februari 2019

Närvarande: statsminister Löfven, ordförande, och statsråden  
Y Johansson, M Johansson, Baylan, Hallengren, Hultqvist, Damberg,  
Shekarabi, Eriksson, Linde, Ekström, Eneroth, Dahlgren, Nilsson,  
Ernkrans, Lindhagen, Lind

Föredragande: statsrådet Baylan

---

Regeringen beslutar skrivelse 2018/19:49 Riksrevisionens rapport om  
försäljningarna av statens aktier i Nordea