

Näringsdepartementet  
103 33 STOCKHOLM

## Handlingsalternativ beträffande Affärsverket Statens Järnvägars obligationsportfölj

*Riksgälden föreslår att Affärsverket Statens Järnvägar (ASJ) låter obligationsportföljen vara oförändrad, men att portföljens risker löpande värderas. Förslaget motiveras utifrån att Riksgälden anser det olämpligt att hantera riskerna utanför staten, och att det inte finns något skäl till att inom staten flytta risken. Snarare skulle en sådan inomstatlig lösning kunna skapa felaktiga incitament. Riksgälden anser dessutom att regeringen redan nu bör ta ställning till hur eventuella framtida kreditförluster ska hanteras.*

### Uppdraget

Regeringen har gett Riksgälden i uppdrag att analysera olika handlingsalternativ beträffande ASJ:s obligationsportfölj (N2008/3403/TR). Riksgälden ska analysera följande handlingsalternativ.

- ASJ vänder sig till den privata marknaden för att omstrukturera obligationsportföljen
- Riksgälden garanterar obligationsportföljen mot en riskavspeglande avgift, ASJ fortsätter att administrera obligationsportföljen
- Riksgälden garanterar obligationsportföljen mot en riskavspeglande avgift, Riksgälden övertar administrationen av obligationsportföljen
- ASJ låter obligationsportföljen vara oförändrad och fortsätter själv att svara för portföljens risker

Enligt uppdraget ska Riksgälden analysera de olika handlingsalternativens lämplighet utifrån såväl principiella och ekonomiska som juridiska aspekter.

Riksgälden får även analysera andra handlingsalternativ än de som nämns ovan.

Uppdraget redovisas nedan i denna rapport.

## Bakgrund och sammanfattande problembeskrivning

ASJ ingick under 1990-talet i ett flertal leasingtransaktioner. Bakgrunden till att ASJ valde att genomföra dessa var främst att leasing som finansieringsform vid den tiden ansågs medföra den lägsta finansieringskostnaden sett över fordonens ekonomiska livslängd. Den lägre finansieringskostnaden förklarades till stor del av de skatteförmåner som leasegivaren kunde tillgodogöra sig. De ingångna avtalen har varierande löptid, där den längsta transaktionen förfaller år 2021.

Som en del i leasingverksamheten förvaltar ASJ en obligationsportfölj med ett bokfört värde på drygt 4 miljarder kronor. Obligationerna i portföljen är strukturerade så att betalningsflödena exakt matchar delar av ASJ:s åtaganden i leasingavtalen. På grund av att obligationerna är skräddarsydda för ASJ:s behov så är andrahandsmarknaden för dessa obligationer begränsad. Det är oklart vad det skulle kosta att avyttra obligationerna, men kostnaden skulle troligen vara betydande, om en avyttring av samtliga obligationer ens är möjlig.

Obligationerna har emitterats av banker med hög kreditvärdighet. Av ASJ:s motparter svarar ABN AMRO Bank N.V. och Royal Bank of Scotland för ca 45 respektive 30 procent av portföljens sammanlagda värde. Till detta kommer att ABN AMRO under år 2007 köptes upp av ett konsortium av banker som leds av Royal Bank of Scotland. Om den del av ABN AMRO som har emitterat ASJ:s obligationer slås samman med Royal Bank of Scotland medför det att en enskild emittent representerar ca 75 procent av ASJ:s obligationsportfölj.

Med beaktande av emittenternas goda kreditvärdighet är det i princip inte kreditrisken – i termer av sannolikheten för en betalningsinställelse hos en motpart – som är problematisk. Det är i stället koncentrationsrisken och den beloppsmässiga omfattningen av en förlust, om en betalningsinställelse hos en motpart trots allt inträffar, som påkallar att den rådande situationen ses över.

Kreditriskerna i obligationsportföljen har ingen koppling till de underuthyrningsavtal som ASJ ingått med SJ AB och Green Cargo AB. ASJ kan därför inte få ersättning från bolagen vid en betalningsinställelse hos en eller flera motparter i obligationsportföljen.

När ASJ investerade i obligationerna erhöles en marknadsmässig ersättning för den kreditrisk som ASJ tog på sig, dvs. en avkastning som kompenserade för kreditrisken. Det resulterade i att det frigjordes kapital inom ASJ. Kapitalet ansågs utgöra vinster som sedermera investerades i det gamla ASJ. Förfarandet innebär i praktiken att erhållna riskpremier har nyttjats inom det gamla ASJ, men att kreditrisken i obligationsplaceringarna likväl kvarstår.

ASJ:s förmåga att bära kostnader hänförliga till kreditförluster i obligationsportföljen är dock begränsad, inte minst med beaktande av att den huvudsakliga verksamheten i det gamla ASJ har bolagiserats. Det innebär att

kostnader som uppkommer med anledning av eventuella kreditförluster sannolikt kommer att behöva hanteras över statsbudgeten. Detta eftersom ASJ juridiskt sett är en myndighet och således en del av staten. Om ASJ inte själv kan fullgöra åtagandena i leasingtransaktionerna, vid händelse av att någon eller några av emittenterna fallerar, kan därför medel behöva tillföras via anslag. Det uppmärksammade problemet skapar därmed en osäkerhet på statsbudgeten.

Den rådande situationen ger skäl för en ekonomiskt ansvarsfull och effektiv hantering av den föreliggande budgetosäkerheten. Det är med beaktande av detta som Riksgälden från en i första hand principiell utgångspunkt har analyserat de olika handlingsalternativen som beskrivs i regeringsuppdraget.

## Handlingsalternativen

### **i) Statens järnvägar vänder sig till den privata marknaden för att omstrukturera obligationsportföljen**

Riksgälden avråder bestämt från att hantera den uppkomna budgetosäkerheten utanför staten. Ståndpunkten motiveras dels av att staten vid ingången av leasingtransaktionerna ofrånkomligen valt att ta på sig ett antal risker, dels av att staten via statsbudgeten är den bäst lämpade aktören att bära denna risk.

Ett försök att lägga över risken, helt eller delvis, på en eller flera aktörer utanför staten ger dessutom en onödig merkostnad. Detta eftersom en marknadsaktör för att vara villig att erbjuda en lösning kommer att kräva en kompletterande riskpremie, utöver den premie som motsvaras av den förväntade förlusten i åtagandet. Riskpremien är en kompensation för obehaget att bära risken att den faktiska förlusten kan komma att överstiga den förväntade förlusten.

Att ASJ anser sig ha ett orimligt risktagande i förhållande till sin verksamhet är inte skäl nog för att tillföra staten ökade kostnader, eftersom kostnaden vid ogynnsamma utfall i obligationsportföljen är hanterbar för staten som helhet.

### **ii) Riksgälden garanterar obligationsportföljen mot en riskavspeglande avgift, Statens järnvägar fortsätter att administrera obligationsportföljen**

Givet att det är olämpligt att hantera situationen utanför staten så handlar frågan i grunden om att bedöma lämpligheten i att internt inom staten flytta risker.

När Riksgälden ställer ut garantier inom ramen för garantimodellen så övertar staten en risk, exempelvis från en bank, vilken i annat fall hade varit skild från staten. Att Riksgälden garanterar flödena i ASJ:s obligationsportfölj innebär däremot ingen egentlig risktransferering för staten, utan endast att risken flyttas från det aktuella utgiftsområdet till den samlade garantireserven. Med andra ord är risken i sig oförändrad för staten som helhet.

Med bakgrund av ovanstående resonemang anser Riksgälden att det krävs ett mycket gott skäl för att ställa ut inomstatliga garantier. Skälet som i detta fall föreligger är att en del av staten (ASJ) inte kan hantera en större kreditförlust, vilket i sin tur skapar en budgetosäkerhet. Denna osäkerhet ska dock vägas mot det faktum att inomstatliga garantier inte innebär någon skillnad i risk för staten som helhet samt att lösningen medför transaktionskostnader och samtidigt riskerar att skapa felaktiga incitament inom staten. Riksgälden bedömer att frågan kring incitament väger tungt och därför är värd att beskriva i mer detalj.

Som tidigare nämnts hanteras statliga garantier i enlighet med garantimodellen. Om Riksgälden garanterar obligationsportföljen skulle en garantiavgift – motsvarande den förväntade kostnaden och administrativa kostnader – inbetalas till garantireserven. Avgiften skulle bäras av ASJ eller alternativt via anslagsmedel. Den fulla kostnaden, vid ett eventuellt infriande av garantin, skulle därmed även finansieras av medlen i den samlade garantireserven. Det innebär att kostnaden för ett infriande av garantin tas utanför utgiftstaket och utan återkoppling till det utgiftsområde inom vilken garantin ställs.

Om staten mer systematiskt skulle använda garantier för att hantera uppkomna budgetosäkerheter riskerar ansvaret för de enskilda utgiftsområdena att bli oklart. Det uppstår incitament att skapa inomstatliga garantilösningar för projekt med särskilt osäkra förutsättningar, vilket kan bidra till att öka osäkerheten i statsfinanserna. Det kan även uppstå en obalans mellan utgifter där garantilösningar är relativt lätta att konstruera och sådana där det inte är möjligt, till exempel transfereringsanslag. En garantilösning försämrar således förutsättningarna att, i budgetlagens anda, skapa jämförbarhet mellan olika användningar av statens medel.

För att minimera risken att skapa felaktiga incitament anser Riksgälden därför att budgetmässiga problem bör hänvisas tillbaka till rätt utgiftsområde och inte finansieras utanför utgiftstaket. Vi anser därmed att det inte finns något skäl för att genom en inomstatlig garantilösning hantera riskerna i ASJ:s obligationsportfölj.

**iii) Riksgälden garanterar obligationsportföljen mot en riskavspeglande avgift, Riksgälden övertar administrationen av obligationsportföljen**

Se ovan mot bakgrund av att alternativet inte nämnvärt skiljer sig från föregående alternativ.

**iv) Statens järnvägar låter obligationsportföljen vara oförändrad och fortsätter själv att svara för portföljens risker**

I enlighet med tidigare resonemang föreslår Riksgälden att ASJ låter obligationsportföljen vara oförändrad, men att portföljens risker löpande värderas och redovisas. Vi anser dessutom att regeringen redan nu bör ta

ställning till hur eventuella kreditförluster, som inte kan bäras av ASJ, ska hanteras budgetmässigt.

För att synliggöra risken för en framtida belastning på statsbudgeten föreslås att ASJ, Riksgälden eller någon annan lämplig aktör löpande beräknar den förväntade förlusten i obligationsportföljen. Riksgälden har gjort en preliminär bedömning av den förväntade förlusten och indikativt uppgår den i dag till ca 10 miljoner kronor. Beräkningen är baserad på dagsaktuell valutakurs (SEK/USD). I den leasingrapport som ASJ årligen lämnar till regeringen kan denna information med fördel lyftas fram.

En naturlig konsekvens av risk är att det faktiska utfallet kan avvika från det förväntade. Riksgälden vill förtydliga att om den faktiska förlusten blir större än den förväntade kan ASJ förmodligen inte hantera detta inom sin egen verksamhet. Ett sådant scenario kan därför komma att medföra en belastning på statsbudgeten. Vi anser därför att regeringen bör ta ställning till hur eventuella framtida kostnader som kan komma att belasta statsbudgeten ska hanteras.

Kostnader hänförliga till riskerna i obligationsportföljen kan i princip hanteras på två sätt. Ett sätt är att ASJ i förväg (*ex ante*) avsätter medel motsvarande den förväntade kostnaden. Dessa medel kan antingen tas från ASJ:s ordinarie verksamhet eller genom att riksdagen ger nya anslag. Det innebär att den förväntade belastning på statsbudgeten hanteras på ett ansvarsfullt sätt. Nackdelen är dock att det faktiska utfallet sannolikt kommer att skilja sig från det förväntade, och att antingen för mycket eller för lite medel avsätts. I den meningen kvarstår budgetosäkerheten även om en viss buffert mot negativa utfall skapas.

Ett annat sätt är att i stället hantera den faktiska kostnaden *ex post*. Det innebär att anslagsmedel tas fram vid det tillfälle en eventuell förlust uppkommer. Budgetosäkerheten förblir i detta fall helt ohanterad. En sådan situation förmildras dock av de rådande omständigheterna. Om någon av de emitterande bankerna blir föremål för ett fallissemang förlorar ASJ sannolikt en stor summa pengar vid ett och samma tillfälle. Utgifterna däremot, det vill säga delar av de flöden som ASJ är skyldig att betala leasegivarna, är fördelade över ett flertal år. Det gör att en eventuell belastning på statsbudgeten, vid ett ogynnsamt utfall, dels är känd på förhand, dels kommer att fördelas över ett antal år.

Valet mellan dessa båda alternativ rör hur en eventuell anslagsbelastning ska fördelas över tiden. Det är primärt en budgetteknisk fråga utan återverkningar utanför det ansvariga utgiftsområdet. Riksgälden avstår därför från att ta ställning till valet mellan de båda alternativen.

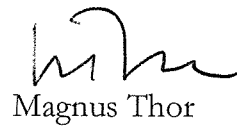
Oavsett vilken lösning som regeringen väljer så föreslår Riksgälden att ASJ själv, inom sin verksamhet, bär delar av risken för ett negativt utfall. Detta för att

skapa incitament för att ASJ i möjligaste mån ska ta ansvar över den uppkomna situationen.

I detta ärende har ställföreträdande riksgäldsdirektören Lars Hörngren beslutat efter föredragning av avdelningschefen Magnus Thor. I den slutliga handläggningen har även Christina Hamrén och Kristoffer Ekström deltagit.



Lars Hörngren



Magnus Thor

Kopia till:

Affärsverket Statens järnvägar  
Finansdepartementet (BA och FMA)