

Sak 1: Kapitalstruktur i selskaper med statlige eierinteresser

Kapitalstruktur er kombinasjonen av egenkapital og gjeld som brukes til å finansiere eiendelene i et selskap og kan på ulike måter påvirke verdiskapingen i selskapet. Gjeld kan på den ene side bidra til finansielt stress og hindre god industriell utvikling. På den annen side kan gjelden legge til rette for mer effektiv og fokusert drift, samt bedre styringsmuligheter for eier. Selskapets egenkapital reduseres blant annet gjennom utbytteutbetaling til eier, og utbytteforventningene skal reflektere hva eier mener er riktig balanse mellom utbytte og tilbakeholdt overskudd for å nå målet om høyest mulig verdiskaping over tid, basert på grundig gjennomgang av relevante forhold.

Målet med undersøkelsen har vært å kartlegge og vurdere om kapitalstrukturen i selskaper med statlig eierandel er tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon. I tillegg er det et mål å vurdere eierdepartementenes oppfølging av selskapenes kapitalstruktur. Undersøkelsen omfatter 41 selskaper, helt eller delvis statlig eid. Eierskapet er forvaltet av 9 departementer.¹

Undersøkelsen tar utgangspunkt i følgende vedtak og forutsetninger fra Stortinget:

- Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 (aksjeloven)
- Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 (allmennaksjeloven)
- Lov om statsforetak 30. august 1991 (statsforetaksloven)
- Særlover: Lov om Aktieselskapet Vinmonopolet av 19. juni 1931 (vinmonopolloven) og Lov om pengespill m.v. av 28. august 1992 (pengespilloven)
- Innst. 392 S (2010–2011), jf. Meld. St. 13 (2010–2011) *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*
- OECDs retningslinjer for statlig eide selskaper

Utkast til rapport ble forelagt departementene i brev 25. juni 2014. Departementene har i brev 11.-15. august 2014 gitt kommentarer til rapportutkastet. Kommentarene er i hovedsak innarbeidet i rapporten og i dette dokumentet.

1 Hovedfunn

- Det er stor variasjon i kapitalstrukturen blant selskapene med statlig eierandel, og mange har høy egenkapitalandel.
- Kapitalstrukturen gir i liten grad disiplinerende insentiver for en del heleide selskaper.
- Departementene følger i ulik grad opp selskapenes kapitalstruktur.

2 Riksrevisjonens merknader

2.1 Det er stor variasjon i kapitalstrukturen blant selskapene med statlig eierandel, og mange har høy egenkapitalandel

Kapitalstrukturen i et selskap skal være tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon. Undersøkelsen viser at det er stor variasjon i hvordan selskapene er finansiert. Egenkapitalandelen spenner fra under 10 prosent til over 80 prosent av

1) Departementsinndelingen som er benyttet, svarer til undersøkelsesperioden, som går fram til og med 2013. Det innebærer at det nåværende Nærings- og fiskeridepartementet i denne undersøkelsen behandles som to departementer; Nærings- og handelsdepartementet og Fiskeri- og kystdepartementet.

totalkapitalen. De fleste plasserer seg i midtsjiktet. 22 av 41 selskaper hadde i 2013 en egenkapitalandel på 40 prosent eller mer. 25 selskaper hadde rentebærende langsiktig gjeld.

Det er ingen klare sammenhenger mellom egenkapitalandel og kategoriene som beskriver målene for statens eierengasjement, slik de framkommer i eiermeldingen.² Selskaper med både forretningsmessige, spesifikt definerte og sektorpolitiske mål er representert i ulike deler av egenkapitalandelsskalaen. Det er heller ingen klare sammenhenger mellom eierdepartement og egenkapitalandel. Det enkelte departement forvalter eierskapet i selskaper med både lav og høy egenkapitalandel. Det er en mer utbredt bruk av rentebærende langsiktig gjeld i selskapene med forretningsmessige og spesifikt definerte mål, enn blant selskapene med sektorpolitiske mål.

Videre har mange av selskapene med statlig eierandel en kapitalsammensetning som skiller seg fra sammenlignbare selskaper (peers).³ Forskjellen er størst mellom heleide selskaper og selskaper med sektorpolitisk formål. For 19 selskaper er egenkapitalandelen vesentlig høyere enn for gjennomsnittet av peers, jf. figur 4 i vedlagte rapport for utvidet kontroll om kapitalstruktur i selskaper med statlig eierinteresser. En høy egenkapitalandel kan redusere risikoen for likviditetsproblemer og konkurs, men kan også øke risikoen for ineffektiv drift og uønsket vekst. Etter Riksrevisjonens vurdering kan en slik solid kapitalisering av deler av den statlige selskapsporteføljen være lite hensiktsmessig.

2.2 Kapitalstrukturen gir i liten grad disiplinerte insentiver for en del heleide selskaper

Mange av selskapene med høy egenkapital er heleide selskaper og selskaper med sektorpolitiske formål. I slike selskaper har tidligere undersøkelser vist at det kan være krevende å følge opp om driften er effektiv. Det er derfor viktig at kapitalstrukturen i disse selskapene gir insentiver til effektiv drift, og at staten som eier iverksetter eller understøtter tiltak som kan virke disiplinerte for selskapet. Undersøkelsen viser at 12 heleide selskaper ikke er eksponert for rentebærende langsiktige lån. Blant disse er både selskaper med forretningsmessig formål, selskaper som i tillegg har spesifikt definerte formål, og sektorpolitiske selskaper.

Nærmere halvparten av selskapene i utvalget er underlagt konkrete begrensninger knyttet til finansieringsform. Som oftest er selskapets handlingsrom innskrenket i vedtekter eller tilskuddsbrev ved at det må ha eiers godkjenning for å ta opp rentebærende lån, stille pant i aktiva eller foreta endringer i selskapsstrukturen. At selskapets fleksibilitet er begrenset, øker betydningen av at eierdepartementet aktivt gjør vurderinger og følger opp at kapitalstrukturen er hensiktsmessig. Etter Riksrevisjonens vurdering kan det stilles spørsmål ved om flere av eierdepartementene har lagt tilstrekkelig til rette for at ekstern langsiktig gjeld kan brukes som virkemiddel for å styrke selskapenes insentiver til effektiv drift.

2.3 Departementene følger i ulik grad opp selskapenes kapitalstruktur

Det er styrets ansvar å påse at selskapet har en forsvarlig egenkapital. Samtidig har departementet det overordnede ansvaret for at selskapenes kapitalstruktur er tilpasset formål og egenart. Undersøkelsen viser en klar oppfatning blant eierdepartementene om at selskapene i hovedsak har en hensiktsmessig og forsvarlig kapitalstruktur. Samtidig framkommer det at det i løpet av perioden har vært uenighet mellom styret og

2) Meld. St. 13 (2010–2011) *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi*

3) Det enkelte selskap med statlig eierandel er i undersøkelsen sammenlignet med 3–5 selskaper (peers) som er i omtrent tilsvarende situasjon. Det er hentet inn offentlig innrapporterte regnskaps- og balansedata for perioden 2008–2012 og kapitalstrukturen er beskrevet ved beregning og analyse av utvalgte nøkkeltall. Peers er valgt ut blant annet på bakgrunn av innspill fra eierdepartementene.

eierdepartementet angående hva som er en hensiktsmessig kapitalstruktur for selskaper under seks departement. Uenighetene knytter seg hovedsakelig til hvor stor egenkapitalen og utbyttet bør være. Videre er det for 15 selskaper til dels stor avstand mellom gjeldende egenkapitalandel og det intervallet som styrelederne oppgir at egenkapitalandelen over tid burde ligge innenfor.

Undersøkelsen viser videre at eierdepartementene følger opp selskapenes økonomiske situasjon. Departementene oppgir at de i forbindelse med dette også følger opp selskapenes kapitalstruktur. Undersøkelsen viser imidlertid at eierdepartementene i ulik grad er aktive når det gjelder å skaffe seg grunnlag for å vurdere om kapitalstrukturen er hensiktsmessig, ved systematisk analyse og sammenligning med andre selskaper. Det varierer også i hvilken grad eierdepartementene iverksetter tiltak for å tilpasse kapitalstrukturen til selskapets situasjon. Nærings- og handelsdepartementet er blant departementene som har inntatt en aktiv holdning til kapitalstrukturen i sine selskaper, både ved analyser, sammenligninger og konkrete tiltak for å justere den. Den varierende praksisen knyttet til kapitalstrukturspørsmål viser et behov for en klarere drøfting av eierpolitikken på området. Nærings- og fiskeridepartementet har bygget opp betydelig kompetanse og erfaring på området, og etter Riksrevisjonens vurdering er det viktig at departementet fortsetter å spre sin kunnskap om god praksis til de øvrige eierdepartementene.

3 Riksrevisjonens anbefalinger

Riksrevisjonen anbefaler at:

- Departementene systematisk vurderer forhold av betydning for selskapenes kapitalstruktur, herunder vurderer behovet for disiplinerte tiltak
- Nærings- og fiskeridepartementet utnytter de arenaene som er bygget opp til overføring av erfaring og kunnskap om kapitalstruktur til eiermiljøer i de øvrige fagdepartementene

4 Departementenes oppfølging

Næringsministeren deler Riksrevisjonens oppfatning av at eierdepartementene systematisk bør vurdere forhold av betydning for selskapenes kapitalstruktur og eventuelt behov for tiltak for å sikre god kapitaldisiplin i selskapene. Vurderinger av hva som er hensiktsmessig kapitalstruktur bør ta utgangspunkt i blant annet selskapenes egenart og situasjon. Næringsministeren viser i denne sammenheng til at Riksrevisjonens funn om at det er stor variasjon i kapitalstrukturen blant selskapene ikke er overraskende, ettersom det dreier seg om selskaper med ulike funksjoner og egenskaper. Samferdselsministeren gir uttrykk for at sammenligninger mot andre relevante selskaper kan være et nyttig verktøy for å evaluere kapitalstruktur, men viser samtidig til at det for enkelte selskaper er krevende å finne selskaper som det er naturlig å sammenligne med.

Næringsministeren uttaler videre at departementet over tid har bygget opp kompetanse for vurderinger av selskapenes kapitalstruktur, og at det vil utnytte eksisterende arenaer til overføring av erfaring og kunnskap om kapitalstruktur til eiermiljøer i de øvrige fagdepartementene. Flere av de øvrige statsrådene understreker betydningen av slike arenaer og verdien av interdepartemental kunnskapsdeling. Næringsministeren

uttaler avslutningsvis at kapitalstruktur er et sentralt tema i eierskapsforvaltningen som eierdepartementene også i framtiden vil arbeide aktivt med.

5 Riksrevisjons sluttmerknad

Riksrevisjonen har ingen ytterligere merknader.

Vedlegg 1, til sak 1 om kapitalstruktur i selskaper med statlige eierinteresser

1.1 Riksrevisjonens brev til næringsministeren

1.2 Statsrådets svar

1.3 Rapport fra utvidet kontroll om
kapitalstruktur i selskaper med statlige
eierinteresser

Vedlegg 1.1:



Vår saksbehandler
Maja Vaale Ljungqvist 22241307
Vår dato 23.09.2014
Deres dato 23.09.2014
Vår referanse 2014/01430-5
Deres referanse

Utsatt offentlighet jf. rr. lov § 18(2)

Statsråd Monica Mæland
NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENTET
Postboks 8090 Dep
0032 OSLO

Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2013

Vedlagt oversendes utkast til saksfremstillingen *Riksrevisjonens undersøkelse av kapitalstruktur i selskaper med statlige eierinteresser*, som legges fram for Stortinget i Dokument 3:2 (2014–2015).

Saksfremstillingen er basert på en rapport som ble oversendt Nærings- og fiskeridepartementet 25.06.2014, og på departementets svar 15.08.2014.

Statsråden bes redegjøre for hvordan departementet vil følge opp Riksrevisjonens merknader og anbefalinger, og eventuelt om departementet er uenig med Riksrevisjonen.

Saken er også sendt til øvrige berørte departementer, som er bedt om å formidle sine eventuelle kommentarer til Nærings- og fiskeridepartementet.

Departementets oppfølging vil bli sammenfattet i den endelige saksfremstillingen til Stortinget. Statsrådets svar vil i sin helhet bli vedlagt i Dokument 3:2.

Svarfrist: 8. oktober 2014.

Dette brevet med vedlegg er også sendt per e-post. Vi ber vennligst om svar både per brev og per e-post til postmottak@riksrevisjonen.no. Vi ber om at det elektroniske svaret sendes i word-format.

For riksrevisorkollegiet



Per-Kristian Foss
riksrevisor

Vedlegg

Vedlegg 1.2:



Riksrevisjonen
Postboks 8130 Dep
0032 OSLO

Deres ref
2014/01430-5

Vår ref
14/1334

Dato
13.10.2014

Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2013

Jeg viser til Riksrevisjonens brev av 23.9.2014 om Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens selskaper for 2013 og det vedlagte dokumentet "Riksrevisjonens undersøkelse av kapitalstruktur i selskaper med statlige eierinteresser".

Jeg deler Riksrevisjonens oppfatning av at departementene som forvalter statens direkte eierskap systematisk bør vurdere forhold av betydning for selskapenes kapitalstruktur og eventuelt behov for tiltak for å sikre en god kapitaldisiplin i selskapene. Nærings- og fiskeridepartementet har med utgangspunkt i slike problemstillinger over tid bygget opp kompetanse for vurderinger av selskapenes kapitalstruktur, noe også Riksrevisjonen peker på

Et av funnene i Riksrevisjonens undersøkelse viser at det er stor variasjon i kapitalstrukturen blant selskapene med statlig eierandel, og at flere selskaper har høy egenkapitalandel. Eittersom det dreier seg om selskaper med ulike funksjoner og egenskaper, er det i utgangspunktet ikke overraskende med en viss variasjon. Vurderinger av hva som er hensiktsmessig kapitalisering bør ta utgangspunkt i bl.a. selskapets egenart og situasjon. Helse- og omsorgsdepartementet viser i denne sammenhengen til Riksrevisjonens funn om at Norsk Helsenett SF har en høyere egenkapital enn sammenlignbare selskaper, og skriver "*bakgrunnen for dette er at statsforetaket skal kunne ha egenkapital til forestående investering i neste generasjon helsenett. Dette er en nødvendig investering for blant annet å sikre tilstrekkelig kapasitet, stabilitet og sikkerhet i et fremtidig nett.*"

Samferdselsministeren påpeker at Samferdselsdepartementet tidligere har gitt uttrykk for at sammenligninger mot andre relevante selskaper kan være et nyttig verktøy for å evaluere kapitalstruktur, men viser samtidig til at det for enkelte selskaper er krevende å finne relevante såkalte peers. Dette gjelder spesielt innenfor sektorer som enten helt eller delvis er

skjernet mot konkurranse og hvor det bl.a. kan være betydelige ulikheter i selskapenes regulatoriske og finansielle rammebetingelser, markedssituasjon, risikokoeksponering og virksomhetsområder. Samferdselsministeren viser til at Samferdselsdepartementet tidligere har pekt på mulige problematiske metodiske sider ved Riksrevisjonens undersøkelse, og at det er uklart om dette er tatt hensyn til nå. Samferdselsministeren gir her uttrykk for at Riksrevisjonen generelt bør tilstrebe større åpenhet rundt det metodiske grunnlaget for undersøkelsen. Som det fremgikk av Riksrevisjonens rapportutkast gjennomfører Samferdselsdepartementet jevnlig verddivurderinger i forbindelse med utarbeidelse av eiennmeldinger for selskapene Avinor AS, NSB AS og Posten Norge AS. Verddivurdering av Baneservice AS ble sist gjennomført i 2013. Samferdselsministeren legger vekt på at departementet vil fortsette å styrke sitt arbeid med oppfølging av selskapenes kapitalstruktur.

Riksrevisjonens påpeker også at departementene i ulik grad følger opp selskapenes kapitalstruktur. Nærings- og fiskeridepartementet vil, slik Riksrevisjonen anbefaler, utnytte de arenaene som er bygget opp til overføring av erfaring og kunnskap om kapitalstruktur til eienniljøer i de øvrige fagdepartementene. Også Helse- og omsorgsdepartementet understreker betydningen av slike arenaer. Samferdselsministeren gir uttrykk for at det er etablert god dialog på tvers av eierdepartementene om eierspørsmål av felles karakter og støtter en videre utvikling av dette arbeidet.

Landbruks- og matdepartementet gir generelt uttrykk for at de vil ta med seg Riksrevisjonens merknader og anbefalinger i arbeidet med oppfølging av den nye eierskapsmeldingen.

Forsvarsdepartementet tar Riksrevisjonens hovedfunn i kontrollen til etterretning. Når det gjelder Riksrevisjonens anbefalinger, så støtter Forsvarsdepartementet disse. I denne sammenheng vil forsvarsministeren spesielt bemerke at Forsvarsdepartementet vil gjøre en grundig evaluering av kapitalstrukturen i AIM Norway SF for å sikre en mest mulig hensiktsmessig kapitalisering av selskapet. Dette vil skaffe departementet et bedre grunnlag for å vurdere om den nåværende kapitalstrukturen er hensiktsmessig, eller om det må iverksettes tiltak for å tilpasse den til selskapets situasjon. I dette arbeidet vil det også være naturlig å se på hvor ofte det er hensiktsmessig å gjøre slike systematiske vurderinger. Forsvarsdepartementet vil også trekke frem at Nærings- og fiskeridepartementets rolle som ressurs- og kompetansesenter bidrar til en mer profesjonell og konsekvent selskapsoppfølging, og at de felles arenaer som er etablert vil kunne bidra til en god overføring av erfaringer og kunnskap om kapitalstruktur i selskaper med en statlig eierandel.

Kapitalstruktur er et sentralt tema i eierskapsforvaltningen, som Nærings- og fiskeridepartementet, og andre eierdepartementene, også i fremtiden vil arbeide aktivt med.

Med hilsen



Monica Mæland

Vedlegg 1.3: Rapport fra utvidet kontroll om kapitalstruktur i selskaper med statlige eierinteresser

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Det framkommer av statens prinsipper for godt eierskap at kapitalstrukturen i et selskap skal være tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon. Uttrykket *kapitalstruktur* viser til kombinasjonen av egenkapital og gjeld som brukes til å finansiere eiendelene i et selskap¹⁹. Kapitalstrukturen, herunder egenkapitalen, må stå i forhold til risikoen ved og omfanget av virksomheten. Optimal kapitalstruktur kan defineres som den sammensetningen av gjeld og egenkapital som i størst mulig grad maksimerer selskapets verdier, samtidig som det minimerer selskapets kapitalkostnader. Det er imidlertid mange andre faktorer enn kapitalkostnad som har betydning for et selskaps valg av kapitalstruktur, eksempelvis forretningsmessig risiko, svingninger i inntjening, investeringsbehov, likviditetsbehov, krav til finansiell beredskap, eiendelens sammensetning og belåningsevne, styringshensyn og insentivsystemer mellom selskapets interessenter osv. Det er nær sammenheng mellom selskapenes kapitalstruktur og utbyttepolitikk framfor alt ved at uttak av utbytte påvirker egenkapitalandelen. Forventningene til selskapets utbyttepolitikk skal reflektere hva eier mener er riktig balanse mellom utbytte og tilbakeholdt overskudd for å nå målet om høy verdiskaping over tid.

Selskapets kapitalstruktur påvirker verdiskapingen, enten det er snakk om å generere økonomisk overskudd eller oppfylle andre formål. Jo mer gjeld selskapet har desto større må kontantstrømmen fra driften være for å betjene den. Slikt finansielt stress kan medføre at selskapets fokus på en uheldig måte dreies fra ordinær drift og god industriell utvikling til kortsiktige tiltak for å unngå eksempelvis dårligere lånevilkår, rettsforfølgelse eller konkurs. Samtidig har gjeld en disiplinerende effekt ved at den bidrar til at selskapet må drive mer effektivt for å dekke lånekostnadene. I selskaper med høy likviditet er det på den annen side risiko for lav effektivitet på kjernevirksomheten. Høy likviditet kan medføre at ledelsen fatter beslutninger som ikke er i eiers interesse, noe som kan føre til uønsket vekst utenfor kjernevirksomheten. Denne typen adferd kan gjøre seg gjeldende i selskaper med lav gjeldsgrad og høy egenkapital.²⁰

Riksrevisjonens undersøkelse av statens eieroppfølging av økonomi og effektivitet i selskaper med statlige eierinteresser, jf. Dokument 3:2 (2012–2013), viste at det er krevende å følge opp at selskaper med sektorpolitiske mål drives effektivt, og at eierdepartementene i liten grad hadde fulgt opp at disse selskapene hadde effektiv drift.

1.2 Formål og problemstillinger

Formålet med undersøkelsen er å kartlegge og vurdere departementenes oppfølging av at selskaper med statlige eierinteresser har en kapitalstruktur som er tilpasset formålet med statens eierskap og selskapets situasjon.

Undersøkelsens formål vil belyses gjennom følgende problemstillinger:

- 1 I hvilken grad er kapitalstrukturen til selskapene med statlig eierandel tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon?
- 2 I hvilken grad følger eierdepartementene opp selskapenes kapitalstruktur?

19) I denne undersøkelsen brukes hovedsakelig *selskap* som samlebegrep for aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper, særlovsselskaper og statsforetak.

20) Bøhren, Øyvind (2011): *Eierne, styret og ledelsen. Corporate governance i Norge.*

1.3 Revisjonskriterier

Krav til tilpasning av kapitalstruktur til formålet med eierskapet og selskapets situasjon

Lovgivningen for aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper og statsforetak stiller krav til at selskapet til enhver tid skal ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.²¹ Det framkommer av statens prinsipper for godt eierskap at kapitalstrukturen i et selskap skal være tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon.²² Av *reglement for økonomistyring i staten* (økonomireglementet) § 10 følger det at eier skal forvalte sine eierinteresser i samsvar med overordnede prinsipper for god eierstyring og blant annet legge særlig vekt på at selskapets finansiering er hensiktsmessig ut fra selskapets formål og eierskap. Formålet med statens eierskap er delt i fire kategorier.²³ Hovedformålet med statens forretningsmessige eierskap (selskapene i kategori 1–3) er å bidra til selskapenes langsiktige verdiskaping, industrielle utvikling og lønnsomhet, med sikte på en best mulig avkastning på statens investeringer. Formålet med eierskapet i selskapene i kategori 4 er å ivareta sektorpolitiske mål på en best mulig måte. Selskapene skal ha en effektiv drift.²⁴ AS Vinmonopolet og Norsk Tipping er ikke omfattet av aksjeloven, men regulert i særlover²⁵. Disse særlovene stiller ingen krav til kapitalstruktur. Departementets forvaltning av selskapene er imidlertid omfattet av statens eierstyringsprinsipper og økonomireglementet.

Det er styrets ansvar å se til at selskapet til enhver tid har en forsvarlig egenkapital. I henhold til selskapslovgivningen utløses en handlingsplikt for styret hvis det må antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.²⁶ Det samme gjelder hvis det må antas at selskapets egenkapital har blitt mindre enn halvparten av innskuddskapitalen. Styret skal innen rimelig tid innkalle generalforsamlingen/foretaksmøtet, gi det en redegjørelse for selskapets økonomiske stilling og foreslå tiltak som vil gi en forsvarlig egenkapital.

Virkemidler for tilpasning av kapitalstruktur

Eier besitter flere virkemidler for å justere et selskaps kapitalstruktur. Selskapets egenkapital reduseres gjennom utbytteutbetaling til eierne. Ifølge Meld. St. 13 (2010–2011) *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi* skal det utarbeides utbytteforventninger for selskaper med forretningsmessige mål. Utbytteforventningene skal reflektere hva eier mener er riktig balanse mellom utbytte og tilbakeholdt overskudd for å nå målet om høyest mulig verdiskaping over tid.²⁷ De skal være forutsigbare og normalt ligge fast over en periode på flere år. Over tid kan imidlertid selskapets situasjon endre seg og gjøre det naturlig å endre utbyttepolitikken. For statsforetak gjelder at utdeling av foretakets midler til staten som ikke skjer ved nedsettelse av innskuddskapitalen eller ved oppløsning bare kan foretas som utdeling av utbytte.²⁸ Utbytte kan bare besluttes utdelt så langt foretaket har en nettoformue som overstiger innskuddskapitalen. Børsnoterte selskaper skal følge *norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse* (NUES), som sier at det bør begrunnes dersom overskytende del av egenkapitalen skal beholdes i selskapet og ikke tilføres aksjeeierne gjennom utbytte eller kapitalnedsettelse. Selskaper med statlig eierandel som ved siden av ordinær forretningsdrift er pålagt sektorpolitiske oppgaver eller annen

21) Jf. lov om aksjeselskaper (asl.) § 3-4, lov om allmennaksjeselskaper (asal.) § 3-4 og lov om statsforetak (statssel.) § 12.

22) Meld. St. 13 (2010–2011), s. 27.

23) 1. Selskaper med forretningsmessige mål, 2. Selskaper med forretningsmessige mål og nasjonal forankring av hovedkontorfunksjoner, 3. Selskaper med forretningsmessige mål og andre spesifikt definerte mål, 4. Selskaper med sektorpolitiske mål. Meld. St. 13 (2010–2011), s. 74.

24) Meld. St. 13 (2010–2011), s. 48.

25) Lov om Aktieselskapet Vinmonopolet (vinmonopolloven) og lov om pengespill m.v. (spill.).

26) Jf. asl § 3-5, asal. § 3-5 og statssel. § 12.

27) Meld. St. 13 (2010–2011), s. 51.

28) Jf. statssel. § 17.

virksomhet som kan være ulønnsom å utføre, skal normalt kompenseres særskilt for dokumenterte ekstrakostnader, og ikke indirekte gjennom redusert utbytte fra selskapet.²⁹ De ansvarlige eierdepartementene skal kommunisere langsiktige og årlige utbytteforventninger til styret. Det fastsettes ikke utbytteforventninger for selskaper som ikke er basert på forretningsmessig drift, eller som er avhengige av statstilskudd til videreføring av driften. Disse selskapene skal drives så effektivt som mulig.

Et annet virkemiddel for optimalisering av kapitalstrukturen i et selskap er tilbakekjøp av egne aksjer for sletting. Tilbakekjøpsprogrammer er en form for bruk av overskudd og bør ses i sammenheng med kapital situasjonen i selskapet. Ved at de aksjene som kjøpes blir permanent slettet, endres ikke de underliggende verdiene som ligger bak hver av de gjenværende aksjene.

Kapitalinnskudd i selskaper med statlig eierskap er omfattet av EØS-avtalens generelle forbud mot statsstøtte, jf. artikkel 61 (1). Støtten kan bestå av direkte økonomiske overføringer, rentesubsidier, finansielle garantier, indirekte tilskudd i form av fritak fra skatter og avgifter og lignende. Støtten regnes som ulovlig dersom den bidrar til å vri, eller truer med å vri, konkurransen på det aktuelle området. Dette betyr at bestemmelsen bare gjelder for virksomheter som opererer i et marked og er i konkurranse med andre. Ifølge Meld. St. 13 (2010–2011) innebærer Stortingets bevilgningsmyndighet at regjeringen må innhente samtykke fra Stortinget ved endringer av statens eierandeler i et selskap (kjøp og salg av aksjer). Det samme gjelder for vedtak om kapitalforhøyelse. Normalt kan statlige selskaper selv kjøpe og selge aksjer i andre selskaper og kjøpe opp eller avhende deler av virksomheten uten Stortingets samtykke, når dette er et naturlig ledd i tilpasningen av selskapets formålsbestemte virksomhet.

Krav og anbefalinger til departementenes oppfølging av kapitalstruktur

Det følger av økonomireglementet § 10 at styring, oppfølging og kontroll skal tilpasses statens eierandel, selskapets egenart og risiko og vesentlighet. Ved fastsettelse av *langsiktige* utbytteforventninger skal det foretas en systematisk gjennomgang som består av en rekke elementer: selskapets strategi, modenhet, kapitalstruktur og -avkastning, konjunkturer, bransjeforhold og konkurrenter. I tillegg skal det vurderes om det er nødvendig å fremme kapitaldisiplin. Ved fastsettelse av *årlige* utbytteforventninger skal i tillegg følgende forhold vurderes:

- tilbakekjøpsprogram for egne aksjer
- bedriftsøkonomisk lønnsomhet
- ønske om konstant eller konstant økende utbytte i kroner per aksje
- risikoen for mulig ulønnsomme beslutninger i selskapene
- likviditetssituasjonen
- kjente, lønnsomme investeringsbehov i nær framtid knyttet til eksisterende virksomhet
- andre særskilte forhold som har særlig betydning for det enkelte selskapets utbytteevne³⁰

På bakgrunn av utbyttets direkte påvirkning på kapitalstrukturen legger Riksrevisjonen til grunn at vurderingspunktene ved utbyttefastsettelse er relevante også i en mer generell vurdering av et selskaps kapitalstruktur. Elementene er i noen grad også overførbare til selskaper som har sektorpolitiske mål.

Det kan ifølge OECDs retningslinjer for statlig eide selskaper være nyttig å måle selskapets resultater systematisk opp mot andre enheter i privat eller offentlig sektor

29) Meld. St. 13 (2010–2011), s. 51.

30) Meld. St. 13 (2010–2011), s. 51.

(benchmarking), både innenlands og utenlands. Dette er spesielt viktig for selskaper med statlig eierandel som opererer i sektorer som er skjermet mot konkurranse, etter som det gir bedre muligheter for å vurdere resultater og utvikling. OECDs retningslinjer påpeker videre at det bør være blant statens fremste ansvar å utarbeide rapporteringssystemer som gjør det mulig med regelmessig tilsyn med og vurdering av resultatene til selskaper med statlig eierandel.

I Meld. St. 13 (2010–2011) framheves det at eier må ta stilling til større strategiskifter og investeringer. For ikke å være prisgitt selskapenes egne vurderinger, fordrer dette at eier utvikler egne perspektiver på de viktigste utviklingstrekkene og mulighetene for egne selskaper.

1.4 Metodisk tilnærming og gjennomføring

Undersøkelsen omfatter 41 selskaper, helt eller delvis statlig eid. Eierskapet er forvaltet av ni departementer.³¹ Ekskludert fra undersøkelsen er blant annet finansinstitusjonene, som har særskilte krav til finansiering, selskaper der forvaltningen av eierskapet er delegert fra departementet til underliggende virksomhet, og student-samskipnadene, som er selveiende enheter.

Selskapene med statlig eierandel er en heterogen gruppe og varierer i betydelig grad – både med hensyn til formål med eierskapet, produkt eller tjeneste, markedseksponering, omfang, inntektsmodell med mer. Dette gjør at de ikke uten videre kan sammenlignes med hverandre. Som sammenligningsgrunnlag er det derfor for det enkelte selskap med statlig eierandel (*målselskap*) identifisert 3–5 selskaper (*peers*) som er i omtrent tilsvarende situasjon.³² For alle målselskap og peers, til sammen 184 selskaper, er det hentet inn offentlig innrapporterte regnskaps- og balansedata fra perioden 2008–2012.³³ Målselskapets kapitalstruktur er undersøkt ved beregning av egenkapitalandel og seks andre nøkkeltall som kan bidra til å forklare kapitalsammensetningen, og sammenlignet med gjennomsnittet for peers per 2012.³⁴ En kapitalstruktur som i vesentlig grad avviker fra gjennomsnittet for peers, kan i noen tilfeller være en indikasjon på at finansieringen ikke er helt tilpasset selskapets situasjon. Peers er valgt ut på bakgrunn av innspill fra departementene, og vurdert av Riksrevisjonen og den eksterne konsulenten (KPMG) som har gjennomført peeranalysen. Det kan være utfordrende å finne selskaper som har sammenlignbar struktur, verdikjede og rammebetingelser. I enkelte tilfeller er andre peers valgt enn dem departementene har foreslått. Bakgrunnen for dette er som oftest at de foreslåtte selskapene har en eierform og organisering som gjør at tallmateriale ikke er tilgjengelig og/eller analyserbart for formålet. Analysens validitet er avhengig av at peergruppen i så stor utstrekning som mulig består av selskaper som reelt sett er sammenlignbare. Dette gjelder alle selskapene omfattet av undersøkelsen, men særlig unoterte selskaper. Peerutvalget for det enkelte selskap kan også endre seg over tid. Enkelte av selskapene med statlig eierandel er av en så spesiell art at det ikke har vært mulig å identifisere relevante peers. For disse selskapene er analysen gjennomført uten peers.³⁵

31) Departementsinndelingen som er benyttet, svarer til undersøkelsesperioden, som går fram til og med 2013. Det innebærer at det nåværende Nærings- og fiskeridepartementet i denne undersøkelsen behandles som to departementer; Nærings- og handelsdepartementet og Fiskeri- og kystdepartementet. De øvrige departementene er Forsvarsdepartementet, Helse- og omsorgsdepartementet, Kulturdepartementet, Kunnskapsdepartementet, Landbruks- og matdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet.

32) Se vedlegg 3 for oversikt over alle målselskaper og peers.

33) Kilden er i hovedsak Standard & Poor's Capital IQ for innhenting av regnskapsinformasjon fra utenlandske og større norske selskaper, og RavnInfo for norske selskaper som ikke er registrert i S&P's Capital IQ. RavnInfo er basert på tall fra Brønnøysundregistrene.

34) Nøkkeltallene er rentedeckningsgrad, andel anleggsmidler av totalkapitalen, egenkapitalavkastning, likviditetsgrad 1, andel utbytte av resultat etter skatt og volatilitet i inntekter. Se vedlegg 2 for definisjon og beskrivelse. Tall for de fire mest sentrale nøkkeltallene er gjengitt i vedlegg 4.

35) Dette gjelder AIM Norway SF, Nofima AS, Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste AS, Universitetssenteret på Svalbard AS og Uninett AS. Kings Bay AS ble av departementet foreslått analysert uten peers. To peers ble likevel plukket ut, men resultatene tolkes med forsiktighet.

Datakvaliteten avhenger av hvordan selskapene har innrapportert sine regnskapsdata og kvalitet/konsistens i rapporteringen. For målselskapene er det også hentet inn regnskaps- og balansetall for 2013.

Alle involverte departementer har besvart spørsmål skriftlig. Svarene gir informasjon om forhold knyttet til det enkelte selskaps kapitalstruktur og departementets arbeid med kapitalstrukturforhold i selskapene generelt. For å unngå eventuelle uklarheter rundt spørsmålene og for å skape en arena for diskusjon omkring både selskapsspesifikke problemstillinger og departementets arbeid, er det også avholdt møter med alle departementene. Departementene har også hatt anledning til å kommentere funnene fra peeranalysen. Svarene er samlet i to analyseskjemaer der svaret på de enkelte spørsmål er gjengitt, oppsummert og vurdert.

For å kartlegge selskapenes vurderinger knyttet til kapitalstruktur har det enkelte selskap, representert ved styreleder, besvart et spørreskjema. Spørsmålene er delt i grupper ut fra markedssituasjonen/rammebetingelsene selskapet opererer under, selskapets interne situasjon og planer, oppfølging av kapitalstruktur internt og dialog med eier om temaet.

Informasjon fra peeranalysen, departementenes og styreledernes svar er sammenstilt og analysert. Selskaper med mange indikasjoner på uhensiktsmessig kapitalstruktur er analysert nærmere, hovedsakelig ved dokumentgjennomgang.

Selskapene er av analysehensyn delt inn i grupper etter formålet med eierskapet. Inndelingen er basert på eierskapsmeldingens fire formålskategorier og den oppdaterte fordelingen av selskaper i disse kategoriene som er gjort i Statens eierberetning 2013. *Formålsgruppe 1 – forretningsmessige mål* omfatter de 12 selskapene i utvalget der formålet med statens eierskap er forretningsmessig (kategori 1 og 2). *Formålsgruppe 2 – spesifikt definerte mål* omfatter 6 selskaper hvor statens eierskap er begrunnet med forretningsmessige mål, men også med andre mål som ivaretas gjennom eierskapet i selskapene (kategori 3). *Formålsgruppe 3 – sektorpolitiske mål* omfatter selskaper med sektorpolitiske og samfunnsmessige mål med eierskapet (kategori 4). I tillegg er det vurdert at de fleste av selskapene som ikke er kategorisert, hovedsakelig scenekunst-institusjonene, hører hjemme her. Til sammen er det 23 selskaper i denne gruppen.

2 Resultatet av undersøkelsen

2.1 I hvilken grad er kapitalstrukturen til selskapene med statlig eierandel tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon?

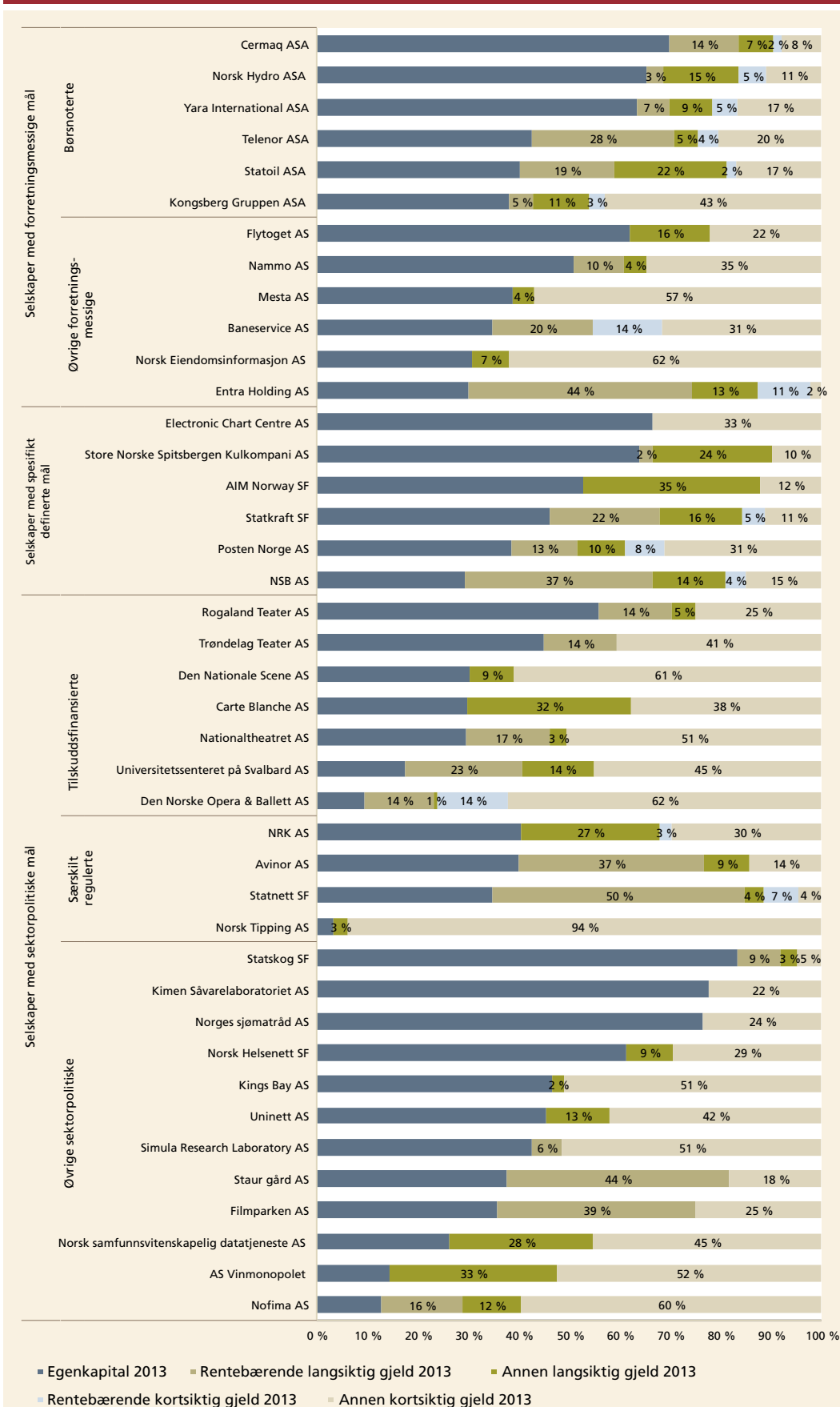
2.1.1 Kapitalstruktur i den statlige selskapsporteføljen

En gjennomgang av selskapenes konsernbalanse viser at det er stor variasjon i hvordan selskapene er finansiert. Figur 1 illustrerer hvor stor del av totalkapitalen som utgjøres av egenkapital, langsiktig og kortsiktig gjeld, og andelen langsiktig og kortsiktig gjeld som er rentebærende.³⁶ For selskaper med konsernstruktur, er det konserntall som benyttes.

Figuren er delt inn etter de tre formålsgruppene definert i undersøkelsen – *forretningsmessige mål* (formålsgruppe 1), *spesifikt definerte mål* (formålsgruppe 2) og *sektorpolitiske mål* (formålsgruppe 3). Innenfor formålsgruppene er selskaper med fellestrekk i egenart og situasjon samlet. Gruppen med *børsnoterte selskaper* består av

36) Statnetts inntekter er regulert av NVE, som fastsetter selskapets tillatte inntekt. Merinntekt utover dette er å betrakte som gjeld og tilbakeføres kundene gjennom reduksjon i tariffer. Tall for Statnett som ligger til grunn for figurene i undersøkelsen tar imidlertid utgangspunkt i offentlig innrapporterte tall som ikke tar hensyn til dette. Det gir en noe for høy egenkapital og for lav gjeld i forhold til underliggende forhold.

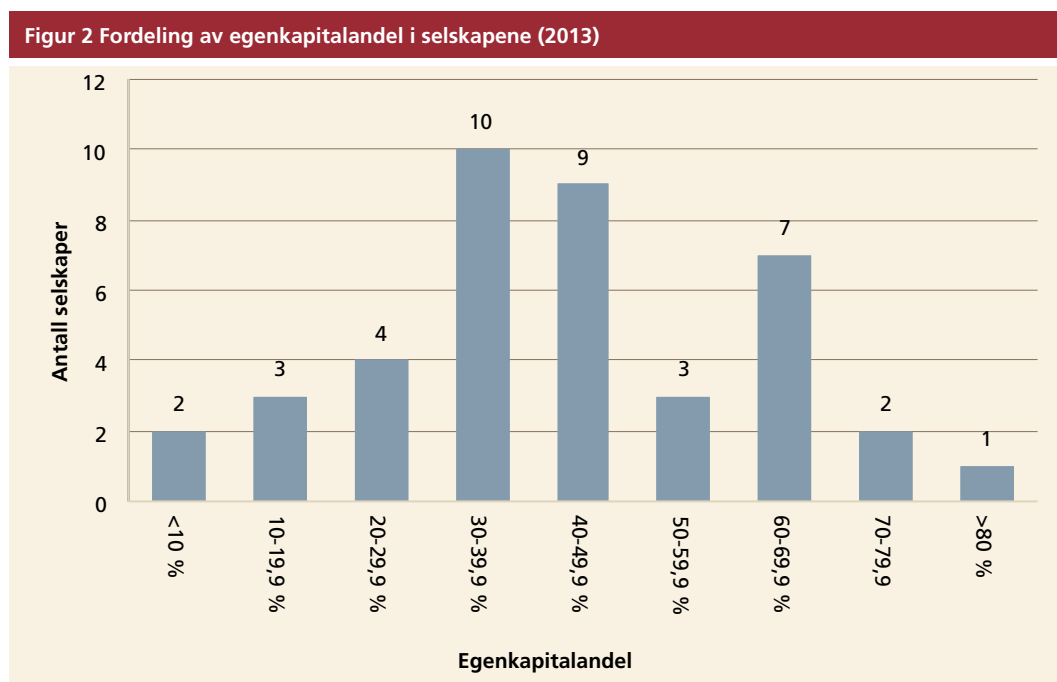
Figur 1 Kapitalstruktur i selskapene (2013)



seks allmennaksjeselskap med statlig eierandel, mens gruppen *tilskuddsfinansierte selskaper* samler selskaper der hovedinntektskilden er tilskudd. I gruppen *særskilt regulerte selskaper* finnes selskaper der inntektene overveiende er regulert av staten, eller der staten er ansvarlig for store deler av overskuddsfordelingen.

Egenkapital

Figur 1 viser at det er selskaper i den statlige porteføljen med både svært høy og svært lav egenkapitalandel. De fleste plasserer seg imidlertid i midtsjiktet. Selskaper med både forretningsmessige, spesifikt definerte og sektorpolitiske mål er representert i de ulike delene av skalaen. I formålsgruppe 3 finnes både selskapet med høyest og selskapet med lavest egenkapitalandel. Det er ingen klare sammenhenger mellom eierdepartement og egenkapitalandel. Det enkelte departement forvalter eierskapet i selskaper med både lav og høy egenkapitalandel. Selskapene fordeler seg i intervaller for egenkapitalandel i 2013 som vist i figur 2.³⁷

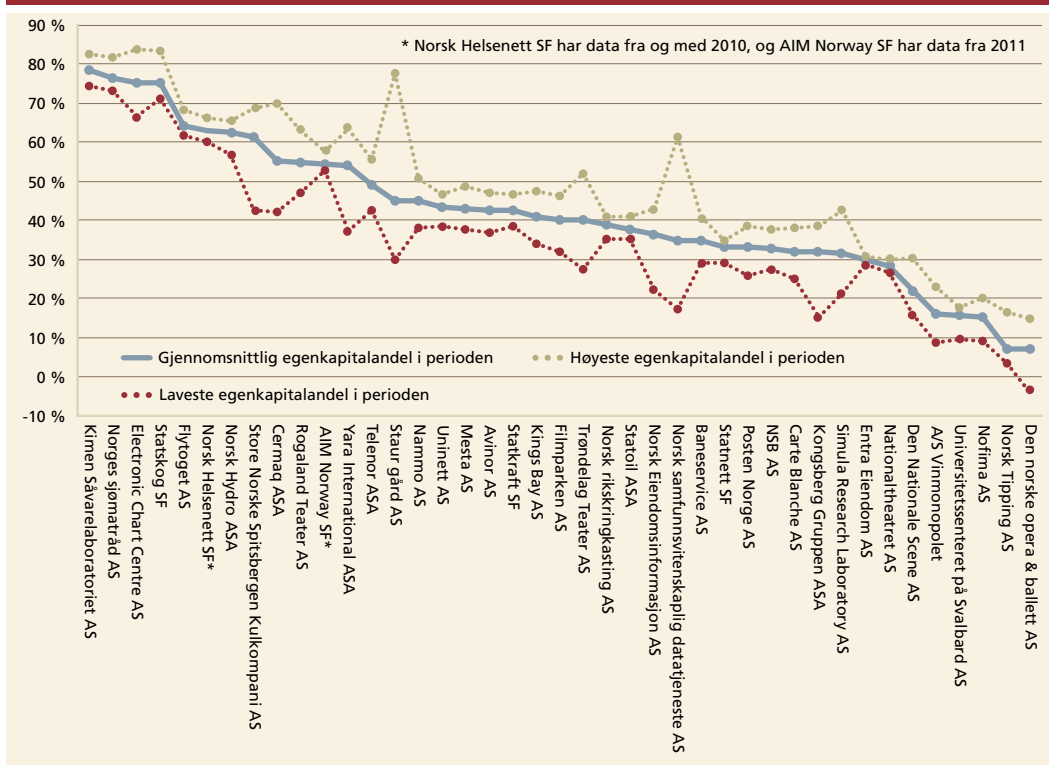


Figur 2 viser at 22 selskaper hadde en egenkapitalandel på 40 prosent eller mer i 2013, mot 19 selskaper i 2008.³⁸ Det har kun vært små variasjoner i løpet av perioden.

37) At fordelingen i figur 2 framstår som inkonsistent med figur 1 skyldes avrunding. Se også vedlegg 1.

38) I 2008 besto utvalget av 39 selskaper da AIM Norway SF og Norsk Helsenett SF ikke var etablert.

Figur 3 Gjennomsnittlig, høyeste og laveste egenkapitalandel i perioden 2008–2013



Gjennomsnittlig egenkapitalandel per selskap i perioden 2008–2013 er illustrert i figur 3. I tillegg vises den høyeste og laveste egenkapitalandelen for det enkelte selskap i løpet av samme periode. For 29 av selskapene har egenkapitalandelen variert med mindre enn 15 prosentpoeng i perioden. For enkelte selskaper er variasjonen større. For eksempel har **Staur gård** en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 45 prosent i perioden, med høyest verdi på 77 prosent (2008) og lavest på 30 prosent (2010). Også **Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste** har hatt særlig stor endring i egenkapitalandel i perioden, en differanse på 44 prosentpoeng. Dette skyldes endret regnskapsføring av pensjonsforpliktelser.³⁹

Langsiktig gjeld

Figur 1 viser at 38 av 41 selskaper har langsiktig gjeld. For 18 selskaper utgjør denne under 20 prosent av totalkapitalen. 14 selskaper har mellom 20 og 40 prosent, mens 6 selskaper har mer enn 40 prosent langsiktig gjeld. Av de forretningsmessige selskapene i formålsgruppe 1 har flertallet (7 av 12) en langsiktig gjeld som utgjør under 20 prosent av totalkapitalen.⁴⁰ Blant selskapene i formålsgruppe 2 og 3 er det større variasjon. Andelen langsiktig gjeld varierer i disse gruppene fra null til om lag 50 prosent.

25 selskaper har rentebærende langsiktig gjeld. Det er mer utbredt bruk av rentebærende langsiktig gjeld i selskapene i formålsgruppene 1 og 2, forretningsmessige og spesifikt definerte mål (henholdsvis 75 og 67 prosent av selskapene), enn blant selskapene i formålsgruppe 3, sektorpolitiske mål (52 prosent av selskapene). Rentebærende gjeld i formålsgruppene 1 og 2 består i mange tilfeller av flere komponenter, som banklån, finansielle leieavtaler, obligasjoner og sertifikatlån og

39) Jf. brev fra Kunnskapsdepartementet av 27. februar 2014.

40) Flytoget AS, Kongsberg Gruppen ASA, Mesta AS, Nammo AS, Norsk Hydro ASA, Yara International ASA og Norsk Eiendomsinformasjon AS.

lisensforpliktelser. Ti av selskapene har obligasjonslån.⁴¹ Flertallet av scenekunst-selskapene har rentebærende lån knyttet til oppgradering av lokaler eller lignende. Det framkommer av spørreundersøkelsen til styrelederne at 17 selskaper er underlagt lånevilkår (*covenants*) knyttet til langsiktig gjeld fra ekstern långiver.

Den langsiktige ikke-rentebærende gjelden består i hovedsak av pensjonsforpliktelser og avsetninger til andre forpliktelser. For 11 selskaper utgjør pensjonsforpliktelser mer enn halvparten av den langsiktige gjelden.⁴²

Kortsiktig gjeld

Generelt er selskapenes kortsiktige gjeld sammensatt av leverandørgjeld, offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld. For en del selskaper, for eksempel innen scene-kunst, utgjør også ulike typer forskuddsbetalinger en vesentlig del. Fire selskaper har en kortsiktig gjeldsandel som er høyere enn 60 prosent av totalkapitalen.⁴³ I formåls-gruppe 1 og 2 har de fleste selskapene rentebærende kortsiktig gjeld, henholdsvis 8 av 12 og 3 av 6.⁴⁴ Kun 3 av 23 sektorselskaper har rentebærende kortsiktig gjeld.⁴⁵

2.1.2 Kapitalstruktur i sammenlignbare selskaper

Peeranalysen viser at 17 av de 35 selskapene som er sammenlignet med andre selska-per, har betydelige avvik fra gjennomsnittet for peers, basert på en totalvurdering av nøkkeltallene egenkapitalandel, rentedekningsgrad, anleggsmiddelgrad og egen-kapitalavkastning. Ytterligere åtte selskaper har middels avvik, mens ti selskaper kun har små avvik fra peers. Utdrag fra resultatet av peeranalysen vises nærmere i vedlegg 4. Figur 4 illustrerer målselskapenes avvik fra sine peers i prosentpoeng, og hvorvidt målselskapets egenkapitalandel er større eller mindre enn for peers.⁴⁶ Figuren viser at 19 selskaper har en vesentlig høyere egenkapitalandel enn gjennomsnittet for sine peers (fra 9 til 75 prosentpoeng avvik). Elleve selskaper har en egenkapitalandel som er ganske lik gjennomsnittet for sine peers (fra 0 til 6 prosentpoeng avvik), mens fem selskaper har vesentlig lavere egenkapitalandel enn gjennomsnittet for sine peers (fra 11 til 55 prosentpoeng avvik).

41) Entra Holding AS, Kongsberg Gruppen ASA, Statkraft SF, Telenor ASA, Yara International ASA, Statoil ASA, Statnett SF, Avinor AS, NSB AS og Posten Norge AS.

42) AIM Norway SF (96 %), Norsk Helsenett SF (100 %), AS Vinmonopolet (100 %), Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste AS (100 %), Uninett AS (88 %), Den Nationale Scene AS (100 %), NRK AS (84 %), Norsk Tipping AS (100 %), Flytoget AS (61 %), Norsk Eiendomsinformasjon AS (100 %) og Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS (72 %).

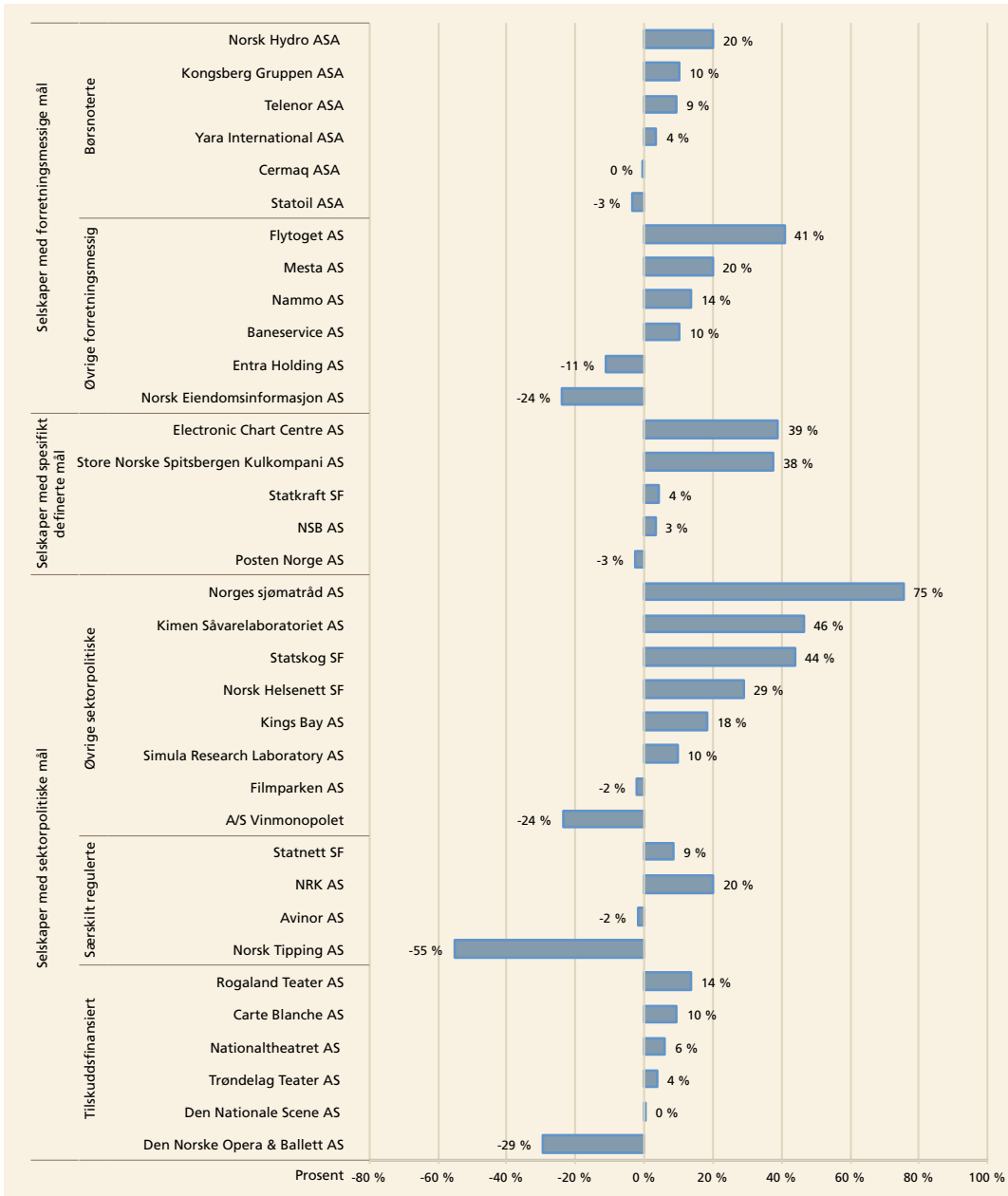
43) Den Norske Opera & Ballett AS (76 %), Den Nationale Scene AS (61 %), Norsk Tipping AS (94 %) og Norsk Eiendoms-informasjon AS (62 %).

44) Formålsgruppe 1: Kongsberg Gruppen ASA, Norsk Hydro ASA, Cermaq ASA, Telenor ASA, Yara International ASA, Statoil ASA, Entra Holding AS og Baneservice AS. Formålsgruppe 2: Statkraft SF, NSB AS og Posten Norge AS.

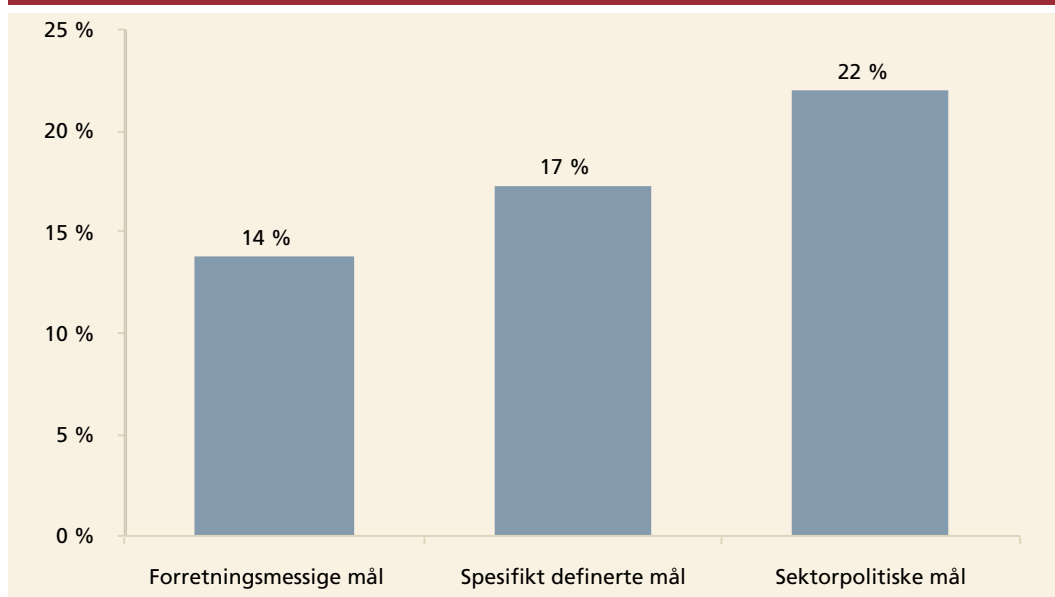
45) Formålsgruppe 3: Den Norske Opera & Ballett AS, NRK AS og Statnett SF.

46) I vedlegg 4, som viser resultatene fra peeranalysen, er avviket mellom målselskapet og gjennomsnittet for peers målt i prosent. Det innebærer at for eksempel et målselskap med 10 prosent egenkapitalandel mot 20 prosent for peers har samme prosent-messige avvik (100 prosent) som et målselskap med 20 prosent egenkapitalandel mot 40 prosent for peers. Derimot blir avviket i prosentpoeng, som vist i figur 4, 10 i det første tilfellet og 20 i det andre.

Figur 4 Målselskapenes egenkapitalandel i forhold til gjennomsnittet for peers, i prosentpoeng (2012)



Figur 5 Målselskapenes gjennomsnittlige avvik i forhold til peers, i prosentpoeng (2012)



Gjennomsnittlig avvik mellom målselskap og peers, illustrert i figur 5, viser at selskapene med forretningsmessige mål (formålsgruppe 1) har lavest avvik fra peers, mens avviket for de sektorpolitiske selskapene er størst.⁴⁷ Det gjennomsnittlige avviket er beregnet av de absolutte verdiene av differansen i egenkapitalandel mellom målselskap og peers. Det er kun små endringer i avviket fra peers gjennom undersøkelsesperioden, for den enkelte formålsgruppe sett under ett.⁴⁸ For ni selskaper er differansen for avvikstallene mellom 2008 og 2012 10 prosentpoeng eller mer. For seks av disse har avstanden til peers økt.

Peeranalysen viser videre at selskaper som er heleide av staten, har dobbelt så stort avvik i egenkapitalandel fra peers som deleide selskaper. Gjennomsnittlig avvik fra peers for de heleide selskapene er 23 prosentpoeng, mot 12 prosentpoeng for de deleide.⁴⁹

2.1.3 Departementenes og styreledernes vurdering av selskapenes kapitalsammensetning

I tillegg til covenants er 18 av selskapene underlagt konkrete rammer knyttet til kapitalstruktur.⁵⁰ Som oftest er selskapets handlingsrom begrenset i vedtektene ved at det må ha eiers godkjenning for å ta opp rentebærende lån, sette pant i aksjer, eiendommer eller andre aktiva, gjennomføre større investeringer eller foreta endringer i selskapsstrukturen. Blant annet kan Norsk Helsenett SF bare ta opp lån eller gi garantier dersom det er dekning i foretakets eiendeler. AIM Norway SF og Avinor AS har vedtektsfestede rammer for balansesammensetningen. Scenekunstselskapene er gjennom tildelingsbrevene underlagt begrensninger som medfører at styret kan godkjenne opptak av kortvarig kassakreditt, mens opptak av lån må legges fram for departementet. Rammer for finansiering er, sammen med andel egenkapital, langsiktig

47) Medianen for selskaper med forretningsmessige, spesifikt definerte og sektorpolitiske mål er henholdsvis 11, 4 og 16 prosentpoeng.

48) Gjennomsnittlig avvik fra peers i 2008 for selskaper med forretningsmessige, spesifikt definerte og sektorpolitiske mål var henholdsvis 11, 18 og 20 prosentpoeng.

49) Medianen for heleide og deleide selskaper er henholdsvis 20 og 9 prosentpoeng.

50) AIM Norway SF, Norges sjømatråd AS, Norsk Helsenett SF, Universitetssenteret på Svalbard AS, Carte Blanche AS, Den Nationale Scene AS, Den Norske Opera & Ballett AS, Filmparken AS, Nationaltheatret AS, Norsk Tipping AS, Rogaland Teater AS, Trøndelag Teater AS, Kings Bay AS, Statskog SF, Statkraft SF, Statnett SF, Avinor AS og Baneservice AS.

og kortsiktig gjeld, samt beskrivelse av sentrale trekk ved kapitalstrukturen for alle selskaper, samlet i vedlegg 1.

Det er en klar oppfatning blant eierdepartementene at selskapene i all hovedsak har en hensiktsmessig og forsvarlig kapitalstruktur som er tilpasset deres formål og egenart. For to av selskapene har imidlertid eierdepartementet vurdert at selskapet har en for høy egenkapitalandel, og dette følges tett opp av eierdepartementet. Ett selskap er under spesielt oppsyn av departementet i forbindelse med svak egenkapitalsituasjon og brudd på långivers covenantkrav. For tre selskaper er revisjoner av kapitalstrukturen igangsatt eller planlagt. 74 prosent av styrelederne oppgir at deres selskap i stor eller svært stor grad har en kapitalstruktur som er tilpasset formålet med statens eierskap og selskapets situasjon. Da styrelederne ble bedt om å oppgi hvilket intervall selskapets egenkapitalandel etter deres oppfatning burde ligge innenfor over tid, er det imidlertid til dels stor avstand til gjeldende egenkapitalandel. For 15 selskaper lå egenkapitalandelen i 2013 mer enn 5 prosentpoeng utenfor det oppgitte intervallet (N = 38). 8 av disse har lavere egenkapitalandel enn intervallet. For 7 av de 15 selskapene har egenkapitalen ligget 5 prosentpoeng eller mer utenfor det oppgitte intervallet gjennom hele undersøkelsesperioden. De øvrige selskapene har i løpet av perioden tidvis ligget innenfor, eller like utenfor intervallet. For 12 av de 38 selskapene i utvalget har egenkapitalen ligget innenfor styreleders oppgitte intervall i hele perioden.

For tolv selskaper i seks departementer har styreleder oppgitt at det i løpet av perioden 2008–2013 har vært uenighet mellom styret og eierdepartementet angående hva som er en hensiktsmessig kapitalstruktur for selskapet.⁵¹ Uenighetene knytter seg hovedsakelig til hvor stor egenkapitalen og utbyttet bør være. For selskapene med forretningsmessige mål er det både tilfeller av at selskapet ønsker å ta ut mer utbytte enn eier, og motsatt. For to selskaper med spesifikt definerte mål har uenigheten sammenheng med at selskapene mener staten har tatt ut høyt utbytte i perioder med behov for midler til investeringer. I seks selskaper med sektorpolitisk mål har problemstillingene omhandlet egenkapitalen, men vært av ulik art. Disse selskapene ønsker videre noe større frihet knyttet til investeringer og låneopptak.

2.1.4 Kapitalstruktur i utvalgte grupper med fellestrekk i egenart og situasjon

Børsnoterte selskaper

De børsnoterte selskapene er underlagt Oslo Børs' omfattende regelverk⁵² og utsatt for utstrakt overvåking og analyse både av investorer, media, meglerhus, banker og andre. Endringer i selskapets økonomiske situasjon, ledelse, kommuniserte strategi etc. gir umiddelbar respons i markedet.

Eier utformer utbytteforventninger overfor selskapene, men generalforsamlingen har ikke anledning til å vedta utbetaling av et større utbytte enn det styret foreslår. For de børsnoterte selskapene er tilbakekjøp og sletting av aksjer en del av selskapenes utbyttepolitikk. Tilbakekjøpsprogram besluttet årlig av generalforsamlingen. Staten deltar i tilbakekjøpsprogrammene ved å innløse det antall aksjer som opprettholder statens eierandel. **Yara** har med unntak av 2009 kjøpt tilbake og slettet aksjer hvert år i perioden 2008–2013.⁵³ Også **Telenor** har i flere omganger i perioden kjøpt tilbake aksjer med påfølgende sletting.⁵⁴ **Norsk Hydro** kjøpte sist tilbake aksjer i 2008.⁵⁵ **Statoil** ga på generalforsamlingen i mai 2013 styret fullmakt til å kjøpe tilbake inntil

51) Dette gjelder selskaper under Kunnskapsdepartementet, Kulturdepartementet, Landbruks- og matdepartementet, Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet.

52) <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk>.

53) http://www.yara.com/investor_relations/share_information/share_buy-back/index.aspx.

54) <http://www.telenor.com/no/investorer/aksjen/tilbakekjop/#>.

55) <http://www.hydro.com/no/Hydro-i-Norge/Investor/Hydro-aksjen/Aksjonarer/Tilbakekjop-av-aksjer/>.

75 mill. egne aksjer.⁵⁶ **Cermaq** og **Kongsberg Gruppen** har ikke kjøpt tilbake aksjer i undersøkelsesperioden.

Ved behov for ny egenkapital kan selskapene utstede aksjer, noe som innebærer at selskapets aksjekapital forhøyes. Staten deltok i aksjeemisjonen da **Hydro** inngikk avtale om å kjøpe Vale S.A. sin brasilianske aluminiumsvirksomhet i 2010. Statens eierandel ble i forbindelse med transaksjonen redusert fra 43,8 til 34,5 prosent.⁵⁷ Enkelte av selskapene, **Telenor**, **Kongsberg Gruppen** og **Yara**, utsteder også gjeld gjennom obligasjoner og/eller sertifikater. Utover dette dekkes det langsiktige finansieringsbehovet ved banklån i ulike valutaer. Selskapene har systemer for å håndtere kreditt-, rente- og valutarisiko og arbeider for å se til at de har en kreditt-rating som gir tilgang til gunstige lånevilkår.⁵⁸

Figur 3 viser at alle de seks børsnoterte selskapene har relativt høy egenkapitalandel, mellom 38 (**Kongsberg Gruppen**) og 70 prosent (**Yara**).⁵⁹ Samtlige har både rentebærende langsiktig og kortsiktig gjeld.

Figur 4 viser at **Cermaq**, **Statoil** og **Yara** kun har små avvik fra peers, mens **Telenor**, **Kongsberg Gruppen** og **Norsk Hydro** ligger høyere enn gjennomsnittet for sine peers (fra 9 til 20 prosentpoeng). Nærings- og handelsdepartementet oppgir at **Telenors** sterke balanse skyldes god inntjening over flere år, samtidig som styret har valgt å holde tilbake kapital, blant annet etter å ha veid ulike innspill fra aksjonærene. Styret oppgir i årsberetningen for 2013 at for å sikre tilgang til finansiering er Telenors hovedprioritering å opprettholde en sterk finansiell stilling. Styret oppgir videre at Telenors utbyttepolitikk tar sikte på nominell vekst i utbytte per aksje. Egenkapitalandelen har hatt en fallende trend etter 2011.

Tilskuddsfinansierte selskaper

For sju selskaper, **scenekunstselskapene** samt **UNIS**, er tilskudd hovedinntektskilden og utgjør 80–90 prosent av inntektene. Eierskapet i disse selskapene er forvaltet av Kulturdepartementet og Kunnskapsdepartementet. I de tilskuddsfinansierte selskapene er det sentrale hensynet når det gjelder kapitalstrukturen, at selskapet har tilfredsstillende likviditet og at egenkapitalen er tilstrekkelig for å forhindre at selskapet driver på kreditorenes regning. Oppfølgingen av kravet om effektiv drift må ivaretas gjennom tilskuddsforvaltningen. Kulturdepartementets tilskuddsbrev til **scenekunstselskapene** setter krav til at institusjonene skal avsette midler til fri egenkapital som sikkerhet mot uforutsette kostnads- og inntektssvingninger, eller risiko knyttet til den årlige driften. Departementet opplyser at egenkapitalen utover dette hovedsakelig er knyttet til anleggsmidler, i første rekke teaterhusene. **Nationaltheatret**, **Den Nationale Scene**, **Rogaland teater** og **Trøndelag teater** eier bygningene sine selv, og tilskuddet til disse selskapene skal dekke kostnadene ved vedlikehold. Disse selskapene hadde i 2013 en egenkapitalandel fra 30 til 56 prosent. Av tilskuddsbrevene framgår det videre at institusjonene, utover eventuell kortsiktig driftskreditt, ikke kan ta opp lån uten at det legges fram for departementet. På bakgrunn av dette anser departementet at selskapene har en hensiktsmessig kapitalstruktur.

Med unntak av **Norsk Tipping** hadde **Den Norske Opera & Ballett** i 2013 den laveste egenkapitalandelen av selskapene i undersøkelsen med 9 prosent (18 mill. kroner). Selskapets egenkapitalandel har i perioden 2008–2012 variert fra –4 i 2008 til 15 prosent i 2011. Gjennomsnittet for selskapets peers var til sammenligning

56) <http://www.statoil.com/no/investorcentre/share/dividendpolicy/pages/sharebuyback.aspx>. Per 29.04.2013 var det utstedt om lag 3,189 mrd. Statoilaksjer i henhold til Oslo Børs. Det anslår et omfang av tilbakekjøpsprogrammet 2013 på 2,4 prosent. (http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockData?newt__ticker=STL&newt__menuCtx=1.1.18).

57) <http://www.hydro.com/upload/Documents/IR%20other/Brev%20til%20aksjeeierne%20i%20Norsk%20Hydro%20ASA.pdf>

58) Selskapenes årsrapporter.

59) Cermaq ASA, Kongsberg Gruppen ASA, Norsk Hydro ASA, Statoil ASA, Telenor ASA og Yara International ASA.

31 prosent i 2012. I perioden 2008–2013 har selskapets frie egenkapital ("Annen egenkapital") variert fra –17,5 mill. kroner i 2008 til 23,3 mill. kroner i 2011. Også i 2012 var den frie egenkapitalen negativ. I 2013 besto nesten hele selskapets langsiktige gjeld av et rentebærende lån som ble tatt opp i forbindelse med ombygging av lagerlokaler. Det er ikke stilt noen form for sikkerhet for dette lånet. Den kortsiktige gjelden består hovedsakelig av abonnement/forsalg og påløpte kostnader/forskuddsbetalte inntekter. Selskapet hadde i 2013 en omsetning på nærmere 700 mill. kroner. Om lag 80 prosent av dette var offentlige tilskudd. Til forskjell fra de regionale teatrene eier ikke Den Norske Opera & Ballett bygget sitt selv. Selskapet er i en særskilt utfordrende situasjon med sterk økning i pensjonsforpliktelsene. Ved utgangen av 2013 var denne nærmere 1,1 mrd. kroner, mens de totale pensjonsmidlene beløp seg til 741 mill. kroner. For å håndtere de løpende pensjonsutbetalingene ble det bevilget et ekstraordinært likviditetstilskudd på 25 mill. kroner for 2013. Likviditetstilskuddet er videreført i 2014. Departementet opplyser at selskapet har iverksatt et innsparingsprogram som vil gi årlige innsparinger på 20 mill. kroner. Programmet får først full effekt i 2015 på grunn av lang planleggingstid for oppsetningene. Styret har meddelt eier om at egenkapital og likviditet ikke anses å holde et forsvarlig nivå. Departementet gir likevel ikke uttrykk for at de planlegger å iverksette ytterligere tiltak for å styrke selskapets egenkapitalandel, men viser til likviditetstilskuddet.

Universitetssenteret på Svalbard (UNIS) skal gi studietilbud og drive forskning på Svalbard. Det er ikke identifisert relevante sammenlignbare selskaper. Selskapet hadde i 2013 relativt lav egenkapitalandel på 17 prosent. I 2008 kom selskapet i en vanskelig økonomisk situasjon, blant annet på grunn av store låneopptak knyttet til bygging av boliger. Egenkapitalen påvirkes av at boliger ikke blir balanseført i regnskapet. Det var vilkår for lånet at egenkapitalen skal være på minimum 20 prosent, men banken har fraveket dette vilkåret hvert år i perioden. Den lave egenkapitalandelen har medført at styret iverksatte tiltak i 2009–2012 for å øke egenkapitalen og gjennom det styrke soliditeten. Selskapet opplever utfordringer med å skaffe andre inntektskilder enn tilskudd, selv om den økonomiske utviklingen etter 2012 ifølge styret er god.⁶⁰ Departementet oppgir at det har hatt diskusjoner med selskapet om selskapets økonomiske situasjon.⁶¹ På generalforsamlingen i 2010 ble vedtektene endret til å inkludere en bestemmelse om at vesentlige investeringer og forpliktelser, samt opprettelse av datterselskaper, skal godkjennes av generalforsamlingen.

Selskaper med særskilt statlig regulering

Hovedtyngden av inntektene til **NRK, Avinor** og **Statnett** påvirkes i stor grad av offentlige reguleringer. For **Norsk Tipping** er virksomheten regulert gjennom pengespilloven, og Kulturdepartementet er ansvarlig for fordelingen av store deler av overskuddet fra selskapets virksomhet. Blant disse fire selskapene har NRK og Norsk Tipping en kapitalstruktur som i stor grad avviker fra gjennomsnittet for de respektive målselskapenes peers.

97 prosent av **NRKs** inntekter i 2013 var kringkastingsavgift.⁶² Selskapet hadde i perioden 2008–2013 en egenkapitalandel på om lag 35–41 prosent, mot et gjennomsnitt på 19 prosent for selskapets peers i 2012. I 2013 utgjorde egenkapitalen 40,5 prosent, og fri egenkapital 9 prosent av balansen. Kulturdepartementet, som forvalter eierskapet, viser til at det faktisk er heleid av staten og oppfyller sektorpolitiske formål, er av større betydning for selskapets økonomiske rammebetingelser enn egenkapital og likviditet gjennom året. At NRKs egenkapitalandel er

60) Styrets årsberetning 2013 for Universitetssenteret på Svalbard.

61) Svar fra Kunnskapsdepartementet 27.02.2014. Man ser spor av slik diskusjon blant annet i referatet fra kontaktmøtet mellom departementet og selskapet i desember 2009. Her ble både en mulig vedtektsendring og en endret organisatorisk løsning diskutert.

62) Av konsernets totale inntekter på om lag 5,36 mrd. kroner var 5,18 mrd. inntekter fra kringkastingsavgiften.

høyere enn hos sammenlignbare norske og utenlandske selskap, tyder, ifølge departementet, på at NRK har en sunn balanse. Selskapets situasjon er i stor grad bestemt av politiske beslutninger: vedtak om kringkastingsavgift, monopolstilling og bransjeregulering. Departementet påpeker at selskapet dermed opererer under ulike betingelser enn selskaper i fri konkurranse og følgelig har lav forretningsmessig risiko. Riksrevisjonen rapporterte i Dokument 3:2 (2012–2013) resultater fra undersøkelsen av kostnadseffektiviteten i NRK. Det framkom blant annet at Kulturdepartementet ikke innhentet informasjon som på en god måte var egnet til å vurdere hvorvidt selskapets drift var effektiv.

Statens eierskap i **Norsk Tipping** begrunnes med at selskapet skal kanalisere nordmenns spillelyst inn mot et ansvarlig og moderat tilbud som ikke skaper samfunnsproblemer, samt at selskapet skal generere overskudd til samfunnsnyttige formål. Norsk Tipping har en kapitalsammensetning som framstår som svært ulik de øvrige selskapenes. Den kortsiktige gjelden utgjorde 94 prosent av balansen ved utgangen av 2013 og er knyttet til ulike utbetalinger til overskuddsmottakere, spillere og kommisjonærer. Selskapet hadde i både 2011, 2012 og 2013 en egenkapitalandel på 3 prosent mot et gjennomsnitt blant peers i 2012 på 58 prosent. Som det framkommer i undersøkelsen av Norsk Tippings drift, økonomistyring og eieroppfølging i dette dokumentet har Kulturdepartementet i perioden 2008–2011 disponert selskapets investeringsfond for å øke tildeling av midler over tippenøkkelen, noe som har medført en reduksjon i selskapets egenkapital fra 19,5 prosent i 2008 til 3,2 prosent i 2013. Kulturdepartementet viser til at den lave egenkapitalandelen må ses i sammenheng med akkumuleringen av overskudd til utbetaling påfølgende år, og at selskapet er sikret stabile og forutsigbare inntekter gjennom en enerett til å tilby pengespill hjemlet i pengespilloven. Styret og ledelsen vurderer at Norsk Tipping har en tilfredsstillende finansiell stilling etter at det ble avsatt 150 mill. kroner i et bundet egenkapitalfond per 31. desember 2010 ved generalforsamlingsvedtak i 2011. Utbetalingen til gode formål klassifiseres som kortsiktig gjeld i selskapets regnskap ved årsslutt. Dette bidrar til lave nøkkeltall for likviditet og egenkapital. Selskapet genererer betydelige midler gjennom daglig drift og anser derfor likevel likviditeten til selskapet som god. På kort sikt er det, ifølge departementet, relativt liten usikkerhet om den framtidige utviklingen knyttet til selskapets finansielle situasjon.

Øvrige heleide selskaper

26 av de 41 selskapene i undersøkelsen er heleide. Videre eier staten, ved Nærings- og fiskeridepartementet, 99,94 prosent av aksjene i Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS. For 18 av disse selskapene er målet med eierskapet sektorpolitisk. For fire av selskapene er målet med eierskapet forretningsmessig og for fem av selskapene, inkludert Store Norske Spitsbergen Kulkompani, er målet med eierskapet forretningsmessig i tillegg til andre spesifikt definerte mål. Ni selskaper kan sies å operere i en tilnærmet monopolsituasjon for hele eller deler av virksomheten.⁶³

Figur 1 viser at åtte av de ti selskapene i undersøkelsen som har mindre enn 10 prosent langsiktig gjeld, er heleide. Ni heleide selskaper har en langsiktig gjeldsandel på mer enn 30 prosent. 13 heleide selskaper har ingen rentebærende langsiktig gjeld. To av disse, **Flytoget** og **Mesta**, har forretningsmessige mål, **Electronic Chart Centre** har spesifikt definerte mål, mens de resterende har sektorpolitiske mål. Alle de heleide selskapene har kortsiktig gjeld. For åtte selskaper er deler av denne gjelden rentebærende. I heleide selskaper som ikke har rentebærende gjeld hos eksterne kreditorer, er det eierdepartementet alene som legger premissene som skal gi selskapet incentiver til å nå sine mål på en effektiv måte.

63) AS Vinmonopolet, Avinor AS, Flytoget AS, Kings Bay AS, Norsk Tipping AS, NSB AS, Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS, Statnett SF og Uninett AS.

Flytoget, Electronic Chart Centre, samt de sektorpolitiske selskapene **Norges sjømatråd** og **Statskog** har alle en særlig høy andel egenkapital i balansen (fra 62 til 83 prosent). **Mesta** hadde i 2013 ca. 39 prosent egenkapitalandel.

I 2012 var 68 prosent av totalkapitalen i **Flytoget** egenkapital, mot et gjennomsnitt for peers på 28 prosent. Egenkapitalandelen har ligget på over 60 prosent i hele undersøkelsesperioden. Pensjonsforpliktelser utgjør selskapets største gjeldspost, og den økende egenkapitalgraden forklares delvis med reduserte pensjonskostnader. Selskapet har opplevd økende omsetning i løpet av perioden og god avkastning på egenkapitalen. Både egenkapitalavkastning og likviditetsgrad er på linje med peers. I 2012 og 2013 ble hele resultatet etter skatt utbetalt i utbytte. Gjennomsnittlig utbytteandel for selskapet var i perioden 2008–2012 på 76 prosent.

Electronic Chart Centre skal bygge opp og drive en offisiell elektronisk sjøkart-tjeneste for maritim virksomhet samt bidra til å oppfylle Norges forpliktelser i henhold til internasjonale konvensjoner om sikkerhet til sjøs. Selskapet har i hele undersøkelsesperioden hatt en svært høy egenkapitalandel – om lag 80 prosent i 2008–2010 og 69 prosent i 2011 og 2012. Gjennomsnittet for peers i 2012 var på 30 prosent. I 2009 og 2010 leverte selskapet negativt resultat, men har for øvrig i perioden gått med overskudd. Egenkapitalavkastningen har variert i takt med resultatet og var på 13 prosent i 2012, mens den var negativ i 2009 og 2010. Selskapet har hatt høy likviditet gjennom hele perioden og betydelig mer enn selskapene i peergruppen. **Electronic Chart Centre** har de siste årene utbetalt relativt store utbytter til eier, og langt mer enn peers. I 2013 utbetalte selskapet 184 prosent av resultatet etter skatt i utbytte. Snittet i 2008–2012 var 122 prosent.⁶⁴ Det store utbyttet begrunnes med selskapets solide finansielle stilling. Selskapet har imidlertid nylig lansert en ny vekststrategi som innebærer konkrete økte kostnader og kapitalbehov. Departementet påpeker at **Electronic Chart Centre** er et lite selskap nesten uten anleggsmidler og derfor med lav kapitalbinding uten behov for gjeldsfinansiering, men at departementet også løpende vurderer selskapets kapitalisering og i den senere tiden har gitt uttrykk for relativt høye utbytteforventninger.

Norges sjømatråd (Sjømatrådet) skal i henhold til vedtektenes formålsparagraf øke verdiskapingen i fiskeri- og havbruksnæringen gjennom økt etterspørsel og kunnskap om norsk sjømat i inn- og utland. Sjømatrådet er blant selskapene med høyest egenkapitalandel i utvalget. I 2012 var egenkapitalen på 82 prosent, mot et gjennomsnitt for peers på 6 prosent.⁶⁵ Selskapet har ikke langsiktig gjeld, og den kortsiktige gjelden består hovedsakelig av leverandørgjeld. Selskapets opptjente egenkapital kommer i sin helhet fra innbetalte, ikke benyttede avgiftsinntekter fra markedsavgiften på eksport av fisk. Eier har skutt inn 50 mill. kroner som aksjekapital. Dagens kapital sammensetning er basert på styrets anbefaling til generalforsamlingen, som der fikk tilslutning fra eier. Selskapet har hatt en økende omsetning gjennom hele perioden og en god og økende likviditetsgrad som er betydelig bedre enn sine peers. Avkastningen på egenkapitalen har vært varierende, men positiv for alle år med unntak av 2008. Fiskeri- og kystdepartementet, som forvaltet eierskapet i undersøkelsesperioden, forklarer at den høye egenkapitalen fungerer som en buffer knyttet til den løpende driften, og at den skal bidra til utjevne aktiviteten slik at effekten av Sjømatrådets arbeid blir best mulig. Peeranalysen viser imidlertid at variasjonen i driftsresultat gjennom perioden er relativt liten. Departementet understreker i sitt svar at selskapet ikke har noe reelt avkastningskrav, og at det derfor er viktig å sikre at egenkapitalen ikke er høyere enn nødvendig. Vedtektene begrenser selskapets anledning til å påta

64) Selskapet utbetalte 3 mill. kroner i utbytte til eier i 2012. Også i 2011 var utbyttet 3 mill. kroner, som gav en utbytteandel på 365 %. I årene 2010 og 2009 utbetalte ikke selskapet utbytte, mens de i 2008 utbetalte 1,1 mill. kroner, en utbytteandel på 30 %. Statens Eierberetning for årene 2008 til 2012.

65) Det store avviket kan tyde på at peerselskapene bare i begrenset grad er reelt sammenlignbare med målselskapet.

seg økonomiske forpliktelser utover det som kan dekkes i verdien av selskapets egne midler, ved at låneopptak krever forhåndsgodkjenning av generalforsamlingen.⁶⁶ Departementet viser til at næringens sterke medvirkning i styringen av selskapet gjør eierstyringen særegen og forklarer hvorfor staten som eier har et særlig fokus på hvordan Sjømatrådet innfrir formålet og synliggjør effekten av sin virksomhet.

Statens formål med eierskapet i **Statskog** er sektorpolitisk. Samtidig er det lagt til grunn at driften av selskapet skal være bedriftsøkonomisk lønnsom, og det er satt utbytte- og avkastningskrav. Selskapet hadde i 2012 en egenkapitalandel på 76 prosent, mot et gjennomsnitt for de sammenlignbare selskapene på 32 prosent. Landbruks- og matdepartementet viser til at selskapets kapitalstruktur ble vesentlig endret ved kapitalutvidelsen i forbindelse med kjøp av skogeiendom fra Orkla ASA i 2010. Departementet ga da selskapet et ansvarlig lån og tilførte samtidig 1,25 mrd. kroner i ny egenkapital.⁶⁷ Departementet peker i sine kommentarer på at lånefinansiering av Statskog gir en fleksibilitet som gjør det mulig å ta ut skog etter markeds-situasjonen og at skog er en måte å diversifisere investeringsporteføljen på.⁶⁸ Anskaffelseskostnadene for skogeiendommene ble aktivert i balansen. Statskog hadde økende omsetning fra 2008 til 2012, mens de i 2013 opplevde en nedgang tilsvarende 24 prosent⁶⁹, hovedsakelig på grunn lavere engangsinntekter fra salg av eiendommer og skogvern. Statskog har hatt lavere avkastning på egenkapitalen enn sine peers i undersøkelsesperioden, med 7 mot gjennomsnittlig 15 prosent i 2012. Selskapets likviditet har samtidig vært høy sammenlignet med peergruppen gjennom perioden. Det er tatt utbytte fra selskapet i hele undersøkelsesperioden. I 2012 var utbytteandelen på 24 prosent, vesentlig lavere enn de øvrige årene. For 2013 var utbyttet om lag 72 prosent av resultatet etter skatt. Departementet peker på at gjennom utbyttevedtak og vedtektenes begrensninger med hensyn til låneopptak, kjøp og salg eiendom og garantistillelse, vil alle større finansielle transaksjoner i Statskog måtte legges fram for Stortinget.

I likhet med Flytoget og Electronic Chart Centre har **Mesta** i perioden betalt store utbytter. Staten tok i 2012 og 2013 ut et høyere utbytte enn resultatet etter skatt, på henholdsvis 148 og 150 prosent. Departementet oppgir at det i perioden 2010–2013 er tatt ut over 800 mill. kroner i utbytte og andre utbetalinger fra dette selskapet. Dette er betydelig mer enn selskapets inntjening i perioden. Selskapets egenkapitalandel var i 2012 82 prosent høyere enn gjennomsnittet for peers, 44 mot 24 prosent. Ifølge departementet fikk Mesta en sterk åpningsbalanse og likviditet da det ble skilt ut av Statens vegvesen i 2003, i henhold til et ønske om å ruste selskapet for omstillinger, investeringer og konkurranse. Samtidig ble det lagt til grunn at eier framover skulle vurdere kapital situasjonen og at selskapet i utgangspunktet burde kunne finansieres i lånemarkedet.⁷⁰ En rekke tiltak er gjennomført i Mesta siden 2010 for å bedre konkurranseevnen og lønnsomheten, blant annet nedbemanning og endringer i selskapsstrukturen. Bransjen for drift og vedlikehold av vei er imidlertid preget av få kunder, hard konkurranse og små marginer.⁷¹ I forbindelse med statsbudsjettet for 2014 fikk regjeringen fullmakt av Stortinget til å selge samtlige aksjer i Mesta.⁷²

Store Norske Spitsbergen Kulkompani hadde i 2012 en egenkapitalandel på 68 prosent, mot 31 prosent for peers. På grunn av et år med blant annet fallende kullpriser og negativt årsresultat sank den til 64 prosent i 2013. Balansen samme år besto

66) Jf. § 6 i selskapets vedtekter.

67) Jf. Prop. 11 S (2010–2011). Av de 1,25 mrd. kronene var 10,1 mill. kroner tilbakebetaling av allerede utbetalt utbytte, mens 1 239 mill. kroner var tilførsel av ny egenkapital over kapittel 1162, post 95 i statsbudsjettet. Rentene på det ansvarlige lånet er på markedsmessige vilkår og fra og med 2012 skal det årlig betales et minimumsavdrag på 10 mill. kroner.

68) Jf. brev fra Landbruks- og matdepartementet av 11. august 2014.

69) Inntektene ble redusert fra 444 mill. kroner til 339 mill. kroner.

70) Svar fra Nærings- og fiskeridepartementet til Riksrevisjonen 14. mars 2014.

71) Brev fra Nærings- og handelsdepartementet til Riksrevisjonen 30. april 2013.

72) Prop. 1 S Tillegg 1 (2013–2014), *Endring av Prop. 1 S (2013–2014) Statsbudsjettet 2014*, side 176.

av 26 prosent langsiktig gjeld, hovedsakelig pensjonsforpliktelser, og 10 prosent kortsiktig gjeld. Kun 2 prosent av balansen var rentebærende langsiktig gjeld, for det meste knyttet til boliger. Selskapet har ikke kortsiktig rentebærende gjeld. Nærings- og handelsdepartementet, som forvaltet eierskapet i undersøkelsesperioden, viser til at selskapet står overfor store og risikofylte investeringer, noe som skaper behov for egenkapital. Konsernet investerte i 2013 nærmere 400 mill. kroner, mot 326 mill. kroner i 2012.⁷³ Selskapet betalte ikke utbytte i 2012 og 2013 og har hatt sterkt fallende egenkapitalavkastning siden toppåret 2008 med 77 prosent, til –15 prosent i 2012 og –4 prosent i 2013. Også selskapets peers hadde negativ egenkapitalavkastning i 2012.

Entra, Statkraft, NSB og Posten er heleide selskaper som finansieres delvis gjennom rentebærende gjeld til eksterne kreditorer. For eksempel hadde Posten ved utgangen av 2013 en langsiktig gjeld på 23 prosent, fordelt på 13 prosent rentebærende gjeld og 10 prosent annen langsiktig gjeld. Egenkapitalandelen var på om lag 39 prosent i 2013. I 2012 var egenkapitalandelen 38 prosent, noe som er på nivå med gjennomsnittet for selskapets peers. Også Statkraft og NSB har en kapitalstruktur som ligger nær opptil gjennomsnittet for sine peers. Departementet viser til at Posten i de senere år har fokusert på kapitaldisiplin og effektivisering. Med utgangspunkt i Stortingets tilslutning til Postens vekststrategi og videre omlegging av distribusjonsnettet er det departementets oppfatning at kapitalstrukturen gir konsernet en betydelig løfteevne med henblikk på oppkjøp og investeringer. Postens kapitalstruktur ble blant annet vurdert som del av en verdivurdering av selskapet 2010 og 2011, og i forbindelse med en gjennomgang av utbyttepolitikken for Posten i 2013. I siste eiermelding om Postens virksomhet vises det til at utbyttepolitikken på 50 prosent av konsernresultatet etter skatt videreføres.

2.2 I hvilken grad følger eierdepartementene opp selskapenes kapitalstruktur?

2.2.1 Tilpasning til formålet med eierskapet og selskapets situasjon

Departementene er bedt om å oppgi hva de legger i begrepet *tilpasset kapitalstruktur*. I svarene viser departementene først og fremst til ordlyden i kravet som sier at kapitalstrukturen skal være tilpasset selskapets formål og situasjon, og i noen grad til hva dette innebærer for deres selskaper spesielt. Landbruks- og matdepartementet viser til at en tilpasset kapitalstruktur er slik departementet vurderer den sammensetning av gjeld og egenkapital som fører til at målene for virksomheten og eierskapet nås. Forsvarsdepartementet angir at en tilpasset kapitalstruktur vil sikre muligheter til kommersiell utvikling, nødvendige investeringer og effektiv drift, samtidig som den ikke bidrar til lavere effektivitet og svak avkastning gjennom overkapitalisering. Samferdselsdepartementet trekker blant annet fram at selskapene må kunne drive under de samme rammebetingelsene som konkurrentene, noe som innebærer at kapitalstrukturen bør innrettes slik at det statlige eierskapet ikke gir konkurransefordeler eller -ulempen sammenlignet med privateide selskaper. Flere departementer viser også til at tilpasning til formål og situasjon krever en individuell og dynamisk vurdering. Selskapenes strategi (herunder investeringer og verdidrivere) og risiko-profil trekkes fram som viktige faktorer i vurderingen, blant andre av Nærings- og handelsdepartementet. Forsvarsdepartementet utdyper betydningen av risikoprofil med at egenkapitalen bør være høy i bransjer med høy usikkerhet eller risiko, mens den kan være tilsvarende lav hvis risikoen er lav.

Seks av ni departementer viser til at kapitalsammensetningen bidrar betydelig til måloppnåelsen ved at god soliditet legger til rette for lønnsomme investeringer og god

73) Årsberetning og regnskap 2013 Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS.

industriell utvikling over tid.⁷⁴ De tre øvrige departementene har selskaper der økonomien i stor grad påvirkes av andre forhold, eller der selskapene er svært små med sektorpolitiske formål og særegne oppgaver.⁷⁵ To departementer oppgir at kapitalstruktur har begrenset betydning for deres selskaper.⁷⁶ Dette gjelder særlig for scenekunstselskapene, der Kulturdepartementet framhever at rammene for tilskuddsfinansieringen er den viktigste betingelsen for disse selskaperenes drift. Flere av departementene i undersøkelsen trekker fram at tilpasning av kapitalstruktur er et viktig virkemiddel i eierstyringen, men understreker samtidig at styret har hovedansvaret for dette.⁷⁷ Departementene viser til styrets handleplikt og til at forslag til løsning dersom kapitalstrukturen kan anses uforsvarlig, skal komme fra styret.

Departementene trekker fram en rekke ulike elementer som betydningsfulle i begrunnelsene for kapitalsammensetningen i de respektive selskapene. Det påpekes imidlertid at hvilke av elementene som vektlegges og trekkes fram kan variere over tid. Blant elementene er identifiserte investeringsbehov og investeringsplaner de som hyppigst nevnes.⁷⁸ For mange selskaper viser departementene også til at egenkapital er viktig for at selskapet skal tåle svingninger i inntekter og/eller kostnader. Departementene framhever videre at det er viktig at selskapene har tilstrekkelig tilgang på likvide midler i løpet av året. Relativt få departementer nevner hensynet til kapitalkostnad/tilgang til gunstige lånevilkår. Kun for to selskaper oppgir departementet eksplisitt at gjeld har en disiplinerende effekt. Andre forhold som benyttes for å forklare god soliditet, er at enkelte selskaper har begrenset låneevne, behøver midler til omstilling, har hatt god inntjening eller betaler høye utbytter.

2.2.2 Departementets arbeid med kapitalstrukturspørsmål

Undersøkelsen viser at samtlige departementer følger opp selskapenes økonomiske situasjon, men at det er forskjell i hvor omfattende og systematisk arbeidet med kapitalstrukturen er. Framgangsmåte og omfang avhenger blant annet av selskapenes formål og størrelse, samt statens eierandel. Alle departementene oppgir at de diskuterer temaer knyttet til selskapenes økonomi med ledelsen og styret i selskapene. Dette gjøres hovedsakelig i forbindelse med kvartalsmøtene, som nesten alle departementene gjennomfører med styre og/eller ledelse i det enkelte selskap i sin portefølje. På kvartalsmøtene diskuteres også selskapenes kapitalstruktur. To av departementene legger i sine møter hovedsakelig vekt på selskapenes egenkapitalsituasjon, mens de i mindre grad vurderer kapitalstrukturen som helhet.⁷⁹ I forbindelse med kvartalsmøtene og forberedelse til statsbudsjettet oppgir flere av departementene at de utarbeider interne notater basert på den økonomiske informasjonen det mottar fra selskapene.⁸⁰ Faktorer som trekkes fram som viktige i eiers vurdering av kapitalstruktur, er formålet med eierskapet, herunder avkastning for (kategori 1-3), selskapets strategi, risikoprofil, investeringsbehov og økonomiske rammer, samt konkurrentenes rammevilkår.

Om lag halvparten av styrelederne oppgir at kapitalstruktur i stor eller veldig stor grad har vært et tema i kontakten mellom styret og eier.

74) Fiskeri- og kystdepartementet, Forsvarsdepartementet, Helse- og omsorgsdepartementet, Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet.

75) Kulturdepartementet, Kunnskapsdepartementet og Landbruks- og matdepartementet.

76) Kulturdepartementet og Landbruks- og matdepartementet.

77) Fiskeri- og kystdepartementet, Forsvarsdepartementet, Kunnskapsdepartementet, Kulturdepartementet, Nærings- og handelsdepartementet og Olje- og energidepartementet.

78) Dette er spesifikt nevnt for selskaper under Helse- og omsorgsdepartementet, Kunnskapsdepartementet Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet.

79) Fiskeri- og kystdepartementet og Landbruks- og matdepartementet.

80) Helse- og omsorgsdepartementet, Kunnskapsdepartementet, Kulturdepartementet, Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet. Landbruks- og matdepartementet, Forsvarsdepartementet og Fiskeri- og kystdepartementet viser til skriftlig materiale i forbindelse med eksterne vurderinger.

Bruk av ekstern ekspertise og sammenligning med andre selskaper (benchmarking)

Seks departementer oppgir at de benytter ekstern ekspertise i sin vurdering av selskapenes kapitalstruktur, men omfanget og systematikken varierer.⁸¹ Ekstern ekspertise benyttes gjerne i forbindelse med en kapitalutvidelse eller ny vurdering av utbytteforventninger og avkastningskrav, og i situasjoner der det er naturlig med en gjennomgang av selskapets nåværende situasjon og framtidsutsikter. Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet benytter ekstern ekspertise mer jevnlig i eierstyringen av sine selskaper. Blant annet gjennomfører Samferdselsdepartementet en verdivurdering for **Avinor**, **NSB** og **Posten** ca. hvert fjerde år i forbindelse med utarbeidelsen av eiermeldingen for selskapene.

Det er svært varierende praksis blant departementene når det gjelder sammenligning med andre lignende selskaper som ledd i vurderingen av kapitalstruktur. Departementer som hovedsakelig forvalter selskaper med forretningsmessige mål, benytter sammenligninger, om enn i noe ulik utstrekning, mens departementer med sektorselskaper oppgir at de i liten grad sammenligner selskapene med peers. For enkelte av selskapene påpekes det at det er krevende å finne relevante peers.⁸² De fem departementene som benytter informasjon om sammenlignbare selskaper, gjør det hovedsakelig i forbindelse med kapitalutvidelse eller ny vurdering av utbytte og avkastningskrav (verdivurderinger av selskapet), samt ved etablering av selskapene.⁸³ Nærings- og handelsdepartementet oppgir at informasjon om sammenlignbare selskaper er vesentlig i arbeidet med å vurdere selskapene, men at det er stor variasjon fra selskap til selskap hvor relevante slike sammenligninger er.⁸⁴ Departementet oppgir videre at sammenligninger gjøres ved hjelp av informasjon fra selskapenes hjemmesider, selskapenes rapportering, eksterne analyserapporter og finansielle database-systemer. Selskapenes utvikling og situasjon måles og sammenlignes ved bruk av relevante nøkkeltall, og det tas hensyn til selskapsspesifikke forhold.

Helse- og omsorgsdepartementet, Kunnskapsdepartementet, Kulturdepartementet og Landbruks- og matdepartementet benytter i svært liten grad informasjon om sammenlignbare selskaper i sitt arbeid. Dette begrunnes hovedsakelig med at selskapene i deres portefølje er små og spesielle eller har klare sektorpolitiske mål. For flere av selskapene under disse departementene er det også utfordrende å finne relevante selskaper å sammenligne med. For scenekunstselskapene, som har relativt lik organisering, men der forutsetningene for driften kan variere, oppgir Kulturdepartementet at de i sin eierstyring benytter erfaringer og kunnskap fra de øvrige scenekunstselskapene, men ikke foretar en direkte sammenligning.

2.2.3 Endring av selskapenes kapitalstruktur

Anledningen til å foreta endringer i kapitalstrukturen reguleres blant annet av statens eierandel, bestemmelsene i selskapslovgivningen (blant annet forholdet mellom styret og eier) og statsstøttereguleringen, samt eventuell aksjeeieravtale. Departementene har innenfor disse rammene flere virkemidler til rådighet for å gjøre endringer i et selskaps kapitalstruktur. Hovedsakelig justerer departementene kapitalstrukturen ved fastsettelse av utbytte (årlig eller ekstraordinært). Disponering av årsresultatet fastsettes i generalforsamling/foretaksmøte, men skjer normalt i dialog med styret. Underskudd føres mot opptjent egenkapital, mens overskudd legges til egenkapitalen eller utdeles helt eller delvis som utbytte (årlig eller ekstraordinært). For 22 av selskapene i undersøkelsen er det lagt til grunn at det skal utbetales utbytte til eier. 18 av

81) Fiskeri- og kystdepartementet, Forsvarsdepartementet, Landbruks- og matdepartementet, Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet. I tillegg har Kulturdepartementet oppgitt at de ved en anledning har kjøpt ekstern hjelp til analyse av regnskapet for ett av sine selskaper.

82) Dette gjelder blant annet selskapene som i denne undersøkelsen er analysert uten peers.

83) Fiskeri- og kystdepartementet, Forsvarsdepartementet, Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet.

84) Svar fra Nærings- og handelsdepartementet til Riksrevisjonen 14. mars 2014.

disse betalte utbytte for regnskapsåret 2013.⁸⁵ Flere har enkelte år utbetalt hele selskaps overskudd eller mer i utbytte, blant dem **Flytoget**, **Electronic Chart Centre** og **Mesta**. For andre selskaper, for eksempel **Norsk Eiendomsinformasjon**, **Baneservice** og **Store Norske Spitsbergen Kulkompani**, har svake økonomiske resultater medført at det enkelte år ikke har blitt utbetalt utbytte. For børsnoterte selskaper er tilbakekjøp og sletting av aksjer ofte en del av utbyttepolitikken.

Tilførsel av egenkapital er det andre virkemiddelet som oftest benyttes for å endre kapitalstruktur. Behovet for kapitaltilførsel initieres som regel av selskapene, gjerne på bakgrunn av en muntlig drøfting og et påfølgende skriftlig forslag fra styret. Fem selskaper har fått tilført ny egenkapital i undersøkelsesperioden, og ytterligere ett per mai i 2014.⁸⁶ Blant disse er tilførselen til **Statkraft** i 2010 på 14 mrd. kroner den største. Kapitaltilførselene er begrunnet i større investeringer eller oppkjøp, med unntak av **Baneservice**, som i 2013 ble tilført midler for å sikre at selskapet ikke brøt med lånevilkårene og hadde nok kapital til å møte sesongsvingninger mm.⁸⁷ For å øke muligheten til å handle raskt og fleksibelt har Stortinget ved flere anledninger på forhånd gitt regjeringen fullmakt til å gjennomføre avgrensede eierdisposisjoner uten å måtte innhente særskilt samtykke fra Stortinget. I Meld. St. 13 (2010–2011) beskrives to typer eierdisposisjoner: fullmakt til å delta i avgrensede egenkapitalutvidelser i utvalgte selskaper, og fullmakt til å endre statens eierandel i utvalgte selskaper.⁸⁸

Departementene har videre anledning til vedtektsfesting av egenkapitalandel og låneadgang og til å stille til rådighet ulike låneordninger (ansvarlig lån eller garantier), jf. kapittel 2.1.3. Bevilgning av lån må behandles i Stortinget, og dette gjøres i relativt liten utstrekning. Fire selskaper i undersøkelsen har statlige låneordninger.⁸⁹

I deleide selskaper må spørsmålet om endring av kapitalstrukturen tas opp med øvrige eiere, etter vanlige selskapsrettslige bestemmelser. Men også her kan staten påvirke kapitalstrukturen gjennom innspill til utbytteforventinger til styret og eventuell deltagelse i emisjoner. For børsnoterte selskaper kan staten benytte samme framgangsmåter som for øvrige deleide selskaper, men må være særlig oppmerksom på forhold knyttet til innsideinformasjon.

3 Vurderinger

Stor variasjon i kapitalstrukturen for statlige selskaper

Selskaper med statlige eierinteresser skal i henhold til statens eierstyringsprinsipper til enhver tid ha en kapitalstruktur som er tilpasset formålet med eierskapet og selskaps situasjon. Undersøkelsen viser at det er stor variasjon i kapitalstrukturen mellom de statlige selskapene. Egenkapitalandelen spenner fra under 10 prosent til over 80 prosent av totalkapitalen innad i den statlige selskapsporteføljen. Det er ingen

85) Selskaper som utbetalte utbytte for regnskapsåret 2013: A/S Vinmonopolet, Kimen Såvarelaboratoriet AS, Statskog SF, Cermaq ASA, Electronic Chart Centre AS, Entra Holding AS, Flytoget AS, Kongsberg Gruppen ASA, Mesta AS, Nammo AS, Norsk Eiendomsinformasjon AS, Norsk Hydro ASA, Telenor ASA, Yara ASA, Statoil ASA, Avinor AS, NSB AS og Posten Norge AS. Selskaper som ikke utbetalte utbytte for regnskapsåret 2013: Statkraft SF, Statnett SF, Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS, Baneservice AS.

86) Statskog SF (2010), Statkraft SF (2010), Norsk Hydro ASA (2010), Avinor AS (2009 og 2010) og Baneservice AS (2013). Statnett SF ble tilført 3,25 mrd. kroner i ny egenkapital i statsbudsjettet for 2014, jf. Prop. 1 S (2013–2014) Olje- og energidepartementet.

87) Baneservice AS ble tilført 30 mill. kr i ny egenkapital og tilbakebetalte samtidig gjenstående restruktureringsmidler på 16,221 mill. til staten, jf. Prop. 21 S (2013–2014).

88) Prop. 83 S (2010–2011). I denne proposisjonen ble det eksempelvis foreslått at regjeringen fikk fullmakt til å delta i egenkapitalutvidelser i Yara International ASA og Kongsberg Gruppen ASA. Fullmaktene ble begrenset både i prosent og beløp og var kun gyldig for den inneværende stortingsperioden.

89) Nofima AS, Statskog SF og Den Norske Opera & Ballett AS statlige lån. Nationaltheatret har fått et egenkapitaltilskudd som er ytt som et avdragsfritt, men rentebærende kontolån til staten.

klare sammenhenger mellom formålskategori og egenkapitalandel. Det finnes selskaper med ulike formål både i øverste og nederste del av skalaen.

Høy egenkapital i statlige selskaper i forhold til sammenlignbare selskaper

Undersøkelsen viser at mange av selskapene med statlig eierandel har høy egenkapitalandel. 22 selskaper hadde i 2013 en egenkapitalandel på 40 prosent eller mer. Undersøkelsen viser videre at mange av selskapene med statlig eierandel har en kapitalsammensetning som skiller seg fra sammenlignbare selskaper (peers). Avstanden er størst for heleide selskaper og for selskaper med sektorpolitisk formål. For 19 selskaper er egenkapitalandelen vesentlig høyere enn for gjennomsnittet av peers. En høy egenkapitalandel kan redusere risikoen for likviditetsproblemer og konkurs, men kan også øke risikoen for ineffektiv drift og uønsket vekst. Etter revisjonens vurdering kan det stilles spørsmål ved hvorvidt en slik solid kapitalisering av deler av den statlige selskapsporteføljen er hensiktsmessig.

For en del heleide selskaper gir kapitalstrukturen i liten grad disiplinierende insentiver

Mange av selskapene med høy egenkapital er heleide selskaper og selskaper med sektorpolitiske formål. I slike selskaper har tidligere undersøkelser vist at det kan være krevende å følge opp om driften er effektiv. Det er derfor viktig at kapitalstrukturen i disse selskapene gir insentiver til effektiv drift, og at staten som eier iverksetter eller understøtter tiltak som kan virke disiplinierende for selskapet. Undersøkelsen viser at 12 heleide selskaper ikke er eksponert for rentebærende langsiktige lån. Blant disse er både selskaper med forretningsmessig formål, selskaper som i tillegg har spesifikt definerte formål, og sektorpolitiske selskaper.

Nærmere halvparten av selskapene i utvalget er underlagt konkrete begrensninger i vedtekter eller tilskuddsbrev knyttet til finansieringsform. At selskapets fleksibilitet er begrenset øker betydningen av at eierdepartementet aktivt gjør vurderinger og følger opp at kapitalstrukturen er hensiktsmessig. Etter revisjonens vurdering kan det stilles spørsmål ved om flere av eierdepartementene har lagt tilstrekkelig til rette for at ekstern langsiktig gjeld kan brukes som virkemiddel for å styrke selskapenes insentiver til effektiv drift.

Enkelte tilskuddsfinansierte selskaper løper risiko for drift på ekstern kreditors regning

Det er også identifisert selskaper som har en svært lav andel egenkapital i sin balanse. I disse selskapene er det risiko for at driften skjer på ekstern kreditors regning og risiko, samt at selskapets fokus dreies bort fra å oppfylle sitt formål. Universitets-senteret på Svalbard hadde ved utgangen av 2013 en egenkapitalandel på 17 prosent og har aldri oppfylt ekstern långivers krav om 20 prosent egenkapital. Den Norske Opera & Ballett har i den undersøkte perioden ved to anledninger levert årsregnskaper der den frie egenkapitalen var tapt. Selskapet hadde i 2013 en egenkapital på omtrent 18 mill. kroner, noe som utgjør 9 prosent av selskapets total kapital. Ut fra Den Norske Opera & Balletts omfattende virksomhet kan det etter revisjonens vurdering stilles spørsmål ved om dette gir tilstrekkelig sikkerhet for at selskapet ikke også i fremtiden vil komme i situasjoner der egenkapitalen er tapt. Etter revisjonens vurdering kan det også stilles spørsmål ved om Kulturdepartementet har lagt tilstrekkelig vekt på at kapitalstrukturen er tilpasset selskapets situasjon.

Departementene følger i ulik grad opp selskapenes kapitalstruktur

Det er styrets ansvar å se til at selskapet har en forsvarlig egenkapital. Samtidig har departementet det overordnede ansvaret for at selskapenes kapitalstruktur er tilpasset. Undersøkelsen viser en klar oppfatning blant eierdepartementene om at selskapene i

hovedsak har en hensiktsmessig og forsvarlig kapitalstruktur som er tilpasset selskapsformål og egenart. Samtidig framkommer det av undersøkelsen at enkelte styreledere ikke deler eiers oppfatning, men at det i løpet av perioden har vært uenighet mellom styret og seks av eierdepartementene om hva som er en hensiktsmessig kapitalstruktur. Uenighetene knytter seg hovedsakelig til hvor stor egenkapitalen og utbyttet bør være. Videre er det for 15 selskaper til dels stor avstand mellom gjeldende egenkapitalandel og det intervallet som styrelederne oppgir at egenkapitalandelen over tid burde ligge innenfor.

Undersøkelsen viser videre at eierdepartementene følger opp selskapenes økonomiske situasjon. Departementene oppgir at de i forbindelse med dette også følger opp selskapenes kapitalstruktur. Undersøkelsen viser imidlertid at eierdepartementene i ulik grad er aktive når det gjelder å skaffe seg grunnlag for å vurdere om kapitalstrukturen er hensiktsmessig, ved systematisk analyse og sammenligning med andre. Det varierer også i hvilken grad eierdepartementene deretter iverksetter tiltak for å tilpasse kapitalstrukturen til selskapets situasjon. Den varierende praksisen knyttet til kapitalstrukturspørsmål antyder et behov for en klarere drøfting av eierpolitikken på området. Nærings- og fiskeridepartementet har bygget opp betydelig kompetanse og erfaring på området, og etter revisjonens vurdering er det viktig at kunnskap om god praksis spres til de øvrige eierdepartementene.

4 Vedlegg

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene						
Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Forsvarsdepartementet						
AIM Norway SF (3)	52,9% (53,2%)	35 %	12 %		LG består av pensjonsforpliktelser og andre avsetninger for forpliktelser. KG består av operative forpliktelser relatert til leverandørgjeld og skyldige offentlige avgifter, samt annen kortsiktig gjeld.	Kan bare ta opp langsiktig lån til finansiering av anleggsmidler innenfor en ramme som innebærer at foretakets EK ikke underskrider 40 % av summen av foretakets til enhver tid bokførte rentebærende lån og EK (Merk at denne beregningen av EK-andel ikke samsvarer med den som er brukt i denne undersøkelsen). (§ 7) Skal ikke kunne stille garanti for andre. (§ 6)
Fiskeri- og kystdepartementet						
Nofima AS (3)	12,8% (9,2%)	28 %	60 %	16 %	LG består av Gjeld til kredittinstitusjoner (inkludert leasinggjeld), samt Pensjonsforpliktelser. KG består av Forskuddsbetalt prosjekt- og oppdragsinntekter, Feriegjeld og andre påløpne personalkostnader, Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld og Skyldig offentlige avgifter.	

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Norges sjømatråd AS (3)	76,5% (81,5%)		24 %		Selskapet har ingen langsiktig gjeld. KG består av Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld (), Forskuddsbetalt årsavgift fra eksportører og Skyldig offentlig avgifter.	Skal ikke påta seg økonomiske forpliktelser utover det som kan dekkes i verdien av selskapets egne midler, uten at dette på forhånd er godkjent av generalforsamlingen. Dette gjelder likevel ikke kortsiktig gjeld til leverandører o.l. som inngår som en del av den daglige driften. (§ 6)
Helse- og omsorgsdepartementet						
A/S Vinmonopolet (3)	14,4 % (8,6 %)	33 %	52 %		LG består av pensjonsforpliktelser. KG består av Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld, Skyldig offentlige avgifter, Overskuddsandel og utbytte.	
Norsk Helsenett SF (3)	61,4 % (66,2 %)	9 %	29 %		LG består av Pensjonsforpliktelser. KG består av Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld og Skyldig offentlige avgifter.	Kan bare ta opp lån eller gi garantier for så vidt som det etter låneopptaket eller garantistillelsen er dekning for foretakets samlede lån og garantiansvar i verdien av foretakets eiendeler. (§ 12)
Kunnskapsdepartementet						
Norsk samfunnsvitenskapelig data-tjeneste AS (3)	26,4 % (23,2 %)	28 %	45 %		LG består av pensjonsforpliktelser. KG består av Annen kortsiktig gjeld (skyldige feriepenger og prosjektperiodiseringer), Leverandørgjeld, samt Skattetrekk og annen offentlig gjeld. Selskapet har ingen rentebærende gjeld.	
Simula Research Laboratory AS (3)	42,6 % (37,4 %)	6 %	51 %	6 %	LG hoveddelen er rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner, øvrig LG er Utsatt skatt og Avsetning for forpliktelser. KG består av Annen kortsiktig gjeld, Skyldige offentlige avgifter og Leverandørgjeld.	
Uninett AS (3)	45,4 % (44,1 %)	13 %	42 %		LG består av pensjonsforpliktelser, samt en liten post Andre avsetninger for forpliktelser. KG består av Annen kortsiktig gjeld, Leverandørgjeld, Skyldige offentlig avgifter og Forskudd fra kunder.	

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Universitets-senteret på Svalbard AS (3)	17,4 % (17,9 %)	37 %	45 %	23 %	LG hovedsakelig rentebærende boliglån, øvrig LG er Utsatt inntektsføring (kontraktfestede kostnader til leie av studenthybler for våren 2014). KG består av Annen kortsiktig gjeld (hovedsakelig forskuddsbetaling for eksterne prosjekter), Leverandørgjeld samt Skyldige offentlige trekk og avgifter.	Vesentlige investeringer og forpliktelser samt opprettelse av datterselskaper skal godkjennes av generalforsamlingen (§ 9)
Kulturdepartementet						
Carte Blanche AS (3)	29,9 % (37,4 %)	32 %	38 %		LG består av Avsetning til forpliktelser (overgangsordning for dansere). KG består av Annen kortsiktig gjeld, Skyldig offentlige avgifter og Leverandørgjeld.	Utover eventuell kortsiktig driftskreditt kan institusjonen ikke oppta lån uten å legge dette fram for departementet. Eventuelt opptak av driftskreditt må godkjennes av institusjonens styre. (jf. svar fra departementet)
Den Nationale Scene AS (3)	30,3 % (24,0 %)	9 %	61 %		LG består av pensjonsforpliktelser. KG Operasjonelle forpliktelser relatert til løpende drift, Skyldig offentlige avgifter, Annen kortsiktig gjeld, Forskuddsbetalinger og Leverandørgjeld.	Utover eventuell kortsiktig driftskreditt kan institusjonen ikke oppta lån uten å legge dette fram for departementet. Eventuelt opptak av driftskreditt må godkjennes av institusjonens styre. (jf. svar fra departementet)
Den Norske Opera & Ballett AS (3)	9,4 % (1,2 %)	14 %	76 %	28 %	LG består av Gjeld til kredittinstitusjon (ombygging av lagerlokaler, ikke stilt noen form for sikkerhet) og Pensjonsforpliktelser. KG Består av Påløpte kostnader/forskuddsbetalte inntekter, Abonnement/forsalg, Diverse kreditor, Skattetrekk, Arbeids-giveravgift og Skyldig offentlige avgifter.	Utover eventuell kortsiktig driftskreditt kan institusjonen ikke oppta lån uten å legge dette fram for departementet. Eventuelt opptak av driftskreditt må godkjennes av institusjonens styre. (jf. svar fra departementet)
Filmparken AS (3)	35,8 % (37,4 %)	39 %	25 %	39 %	LG består av Pantelån/ gjeldsbrevlån. KG består for en stor del av kassakreditt, øvrig operasjonelle forpliktelser.	Styret kan ikke avhende eller pantsette selskapets faste eiendommer uten generalforsamlingens samtykke. (§ 7)
Nationaltheatret AS (3)	29,5 % (28,8 %)	20 %	51 %	17 %	LG består av Langsiktiglån (snorloft på Hovedscenen), Avsatte lønnsforpliktelser og Pensjonsforpliktelser. KG består av Skattetrekk, arbeidsgiveravgift, feriepengar og lønn, Forskuddsbetalinger, Annen kortsiktig gjeld, Leverandørgjeld og Skyldig offentlige avgifter.	Utover eventuell kortsiktig driftskreditt kan institusjonen ikke oppta lån uten å legge dette fram for departementet. Eventuelt opptak av driftskreditt må godkjennes av institusjonens styre. (jf. svar fra departementet)

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
NRK AS (3)	40,5 % (39,5 %)	27 %	32 %	3 %	LG består av Pensjonsforpliktelser og Andre avsetninger for forpliktelser (mellomværende med tilknyttet selskaper). KG består av Annen kortsiktig gjeld, Leverandørgjeld, Skyldig offentlige avgifter og Gjeld til kredittinstitusjoner.	
Norsk Tipping AS (3)	3,2 % (3,3 %)	3 %	94 %		LG består av Pensjonsforpliktelser. KG består av Restoverskudd til utbetaling, Annen kortsiktig gjeld, Forskuddsbetalt innsatsbeløp, Leverandørgjeld og Premieforpliktelser og Skyldig offentlige avgifter.	I henhold til retningslinjer for fondene under Norsk Tipping fastsatt av KUD 10. desember 2010 med hjemmel i lov 28. august 1992 nr. 103 om pengespill m.v. § 9, jf. kgl.res. 11. desember 1992 nr.1051 er det fra 2010 opprettet et bundet EK-fond på 150 mill. kroner som skal sikre selskapet nødvendig soliditet.
Rogaland Teater AS (3)	55,9 % (50,6 %)	19 %	25 %	14 %	LG Består av Pantelånet (finansiering av ny rømningsvei Intimscenen) og Avsetning til vedlikehold. KG består av Annen kortsiktig gjeld, Skyldig offentlige avgifter og leverandørgjeld.	Utover eventuell kortsiktig driftskreditt kan institusjonen ikke oppta lån uten å legge dette fram for departementet. Eventuelt opptak av driftskreditt må godkjennes av institusjonens styre. (jf. svar fra departementet)
Trøndelag Teater AS (3)	45,0 % (42,7 %)	14 %	41 %	14 %	LG består av Lån (større rehabilitering). KG hovedsakelig lønn, forskuddsbetalte inntekter og skyldige offentlige avgifter.	Utover eventuell kortsiktig driftskreditt kan institusjonen ikke oppta lån uten å legge dette fram for departementet. Eventuelt opptak av driftskreditt må godkjennes av institusjonens styre. (jf. svar fra departementet)
Landbruks- og matdepartementet						
Kimen Såvarelaboratoriet AS (3)	77,7 % (79,1 %)		22 %		Selskapet har ingen langsiktig gjeld. KG består av Annen kortsiktig gjeld, Skyldig offentlige avgifter, Utbytte, Betalbar skatt, Leverandørgjeld.	
Staur gård AS (3)	37,5 % (39,0 %)	44 %	18 %	44 %	LG består av gjeld til kredittinstitusjon. KG består av Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld og Skyldig offentlige avgifter.	

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Statskog SF (3)	83,3 % (76,3 %)	12 %	5 %	9 %	LG består av Ansvarlig lån (lån til LMD med renter på markedsmessige vilkår), Utsatt skatt og Andre avsetninger for forpliktelser. KG består av Annen kortsiktig gjeld, Leverandørgjeld, Utbytte og Kassakreditt, Skyldig offentlige avgifter.	<p>Har fullmakt til å selge innkjøpt eller opprinnelig stats-eiendom for inntil 30 mill. kr pr. år, og utover dette selge eiendommer etter fjellovens § 13. Har fullmakt til å kjøpe skogeiendommer for til sammen inntil 30 mill. kr pr. år. Forslag om kjøp og salg av grunneiendommer ut over dette skal forelegges departementet. (§ 8)</p> <p>Aktiva, herunder fremtidige inntekter, kan ikke pantsettes. Eiendommer som foretaket kjøper, kan imidlertid stilles som pant for lån foretaket tar opp i forbindelse med kjøpet eller for nødvendige investeringer på den aktuelle eiendom. (§ 9)</p> <p>Kan ta opp lån eller gi garantier for til sammen inntil 30 mill. kr Låneopptak og garantistillelse ut over dette skal forelegges departementet.(§ 10)</p>
Nærings- og handelsdepartementet						
Cermaq ASA (1)	69,8 % (47,2 %)	21 %	9 %	15 %	LG består av gjeld til kredittinstitusjoner, Utsatt skatt, Pensjonsforpliktelser og Annen rentefri langsiktig gjeld. KG består av leverandørgjeld, Annen rentefri kortsiktig gjeld, Rentebærende kortsiktig gjeld og Betalbar skatt.	
Electronic Chart Centre AS (2)	66,5 % (69,4 %)	33 %			Selskapet har ingen langsiktig gjeld. KG består av Utbytte, Skyldig offentlige avgifter, Annen kortsiktig gjeld og Leverandørgjeld.	
Entra Holding AS (1)	30,0 % (30,8 %)	57 %	13 %	55 %	LG består av obligasjonslån og banklån, Utsatt skatt, Finansielle derivater, Øvrig gjeld og forpliktelser, samt pensjoner. KG består av obligasjonslån og banklån, Leverandørgjeld, Forskuddsinnbetalinger og forpliktelser.	
Flytoget AS (1)	62,1 % (68,3 %)	16 %	22 %		LG består av pensjonsforpliktelser og Utsatt skatt. KG består av Utbytte, Betalbar skatt, Annen kortsiktig gjeld, Leverandørgjeld og Skyldig offentlige avgifter.	

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Kings Bay AS (3)	46,6 % (34,1 %)	2 %	51 %		LG består av Utsatt skatt. KG består av Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld, Skyldig offentlige trekk og avgifter, Tilskudd overført til neste år.	Kings Bay ikke kan ta opp lån eller stille garantier uten forutgående godkjenning fra departementet. (jf. Tildelingsbrev 2014)
Kongsberg Gruppen ASA (1)	38,2 % (38,6 %)	16 %	46 %	8 %	LG består av Utsatt skatt, Langsiktig lån (herav obligasjoner), Pensjonsforpliktelser, Avsetninger, Andre langsiktige forpliktelser og Derivater. KG består av Andre kortsiktige forpliktelser, Anleggskontrakter under utførelse, gjeld, Avsetninger, Kortsiktig rentebærende lån og Derivater.	
Mesta AS (1)	38,8 % (44,2 %)	4 %	57 %		LG består av Andre avsetninger til forpliktelser og Pensjonsforpliktelser. KG består av Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld, Utbytte og Skyldig offentlige avgifter.	
Nammo AS (1)	50,9 % (45,7 %)	14 %	35 %	10 %	LG består av Gjeld til kredittinstitusjon, Annen langsiktig gjeld, Avsetning for forpliktelser, Pensjonsforpliktelser og Utsatt skatt. KG består av Forskuddsbetalinger, Annen kortsiktig gjeld, Leverandørgjeld, Utbytte og Garantiforpliktelser.	
Norsk Eieningsinformasjon AS (1)	30,8 % (22,3 %)	7 %	62 %		LG består av Pensjonsforpliktelser. KG består av Leverandørgjeld, Annen kortsiktig gjeld, Betalbar skatt, Utbytte og Skyldig skattetrekk og offentlige avgifter.	
Norsk Hydro ASA (1)	65,3 % (63,4 %)	18 %	16 %	9 %	LG består av Pensjonsforpliktelser, Lån, Avsetninger, Utsatt skatteforpliktelser, Andre langsiktige finansielle forpliktelser og Annen langsiktig gjeld. KG består av Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld, Banklån og annen rentebærende kortsiktig gjeld, Betalbar skatt, Avsetninger og Andre kortsiktige finansielle forpliktelser.	

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Statkraft SF (2)	46,3 % (39,2 %)	38 %	16 %	26 %	LG består av Rentebærende langsiktig lån (hovedsakelig obligasjoner og låni utenlandskemarkeder), Andre avsetninger for forpliktelser, Utsatt skatt, Derivater og Pensjonsforpliktelser. KG består av Annen rentefri gjeld, Rentebærende kortsiktig gjeld, Derivater og Betalbar skatt.	Selskapet kan ikke avhende eller pantsette aksjer eller andre eiendeler uten at beslutningen er tatt i foretaksmøtet. (§ 9)
Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS (2)	64,0 % (68,5 %)	26 %	10 %	2 %	LG består av Pensjonsforpliktelser, Andre avsetninger for forpliktelser og Gjeld til kredittinstitusjon. KG består av Annen kortsiktig gjeld, Leverandørgjeld, Skyldig offentlig avgifter og Betalbar skatt.	
Telenor ASA (1)	42,6 % (45,6 %)	33 %	25 %	32 %	LG består av Lån (hovedsakelig banklån, obligasjoner og sertifikatlån), Avsetning forpliktelser, Ikke rentebærende langsiktig gjeld, Pensjonsforpliktelser og Utsatt skatt. KG består av Leverandørgjeld, Rentebærende kortsiktig gjeld, Skyldig offentlige avgifter og Avsetninger.	
Yara International ASA (1)	63,4 % (61,4 %)	15 %	21 %	11 %	LG består av Lån (hovedsakelig obligasjoner), Utsatt skatt, Pensjonsforpliktelser og Avsetning forpliktelser. KG består av Leverandørgjeld, Rentebærende kortsiktig gjeld, Annen rentefri kortsiktig gjeld, Forskuddsbetalinger, Skyldig offentlige avgifter og Skattetrekk, arbeidsgiveravgift, feriepenger og lønn.	

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Olje- og energidepartementet						
Statnett SF (3)	34,8 % (34,7 %)	54 %	12 %	57 %	LG består av Langsiktig rentebærende gjeld (herav obligasjonslån), Utsatt skatt, Pensjonsforpliktelser og Andre forpliktelser. KG består av Kortsiktig rentebærende gjeld og Leverandørgjeld og Annen kortsiktig gjeld.	Kan ikke stille pant eller annen sikkerhet i foretakets aktiva. Dette skal ikke være til hinder for at Statnett kan: a) stille sikkerhet overfor banker og andre finansinstitusjoner i forbindelse med daglige banktransaksjoner, herunder handel med finansielle instrumenter og verdipapir; b) stille sedvanlige sikkerheter som ledd i foretakets daglige drift, herunder kortsiktige sikkerhetsstillelser, salgspant og kjøp og salg på organiserte markedsplasser, etc. (§ 10) Inntektene er regulert av NVE som setter en grense for Statnetts tillatte inntekt. Merinntekt er å betrakte som gjeld til kundene og tilbakesføres ved justerte tariffer. Dette likestilles med opptak av mellomlangt lån.
Statoil ASA (1)	40,2 % (40,8 %)	41 %	19 %	21 %	LG består av Finansiell gjeld (hovedsakelig obligasjonslån), Avsetninger, Utsatt skatt, Pensjonsforpliktelser og Finansielle derivater. KG består av Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld, Betalbar skatt, Finansiell gjeld og Finansielle derivater.	
Samferdselsdepartementet						
Avinor AS (3)	40,0 % (36,8 %)	46 %	14 %	37 %	LG består av Lån fra staten, Annen langsiktig gjeld (obligasjonslån og banklån) og Derivater. KG består av Annen kortsiktig gjeld (hovedsakelig avsetning til forpliktelser), Førsteårs avdrag på langsiktig gjeld, Sertifikatgjeld, Leverandørgjeld, Betalbar skatt, Skyldig offentlige avgifter og Derivater.	Langsiktige lån til finansiering av anleggsmidler kan bare tas opp innenfor en ramme som sikrer at konsernets EK ikke underskrider 40 % av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og EK. (Merk at denne beregningen av EK-andel ikke samsvarer med den som er brukt i denne undersøkelsen.) Ved inngåelse av langsiktige finansieringsavtaler kan det ikke stilles pant i enkelte eiendeler i Avinor AS, Oslo Lufthavn AS eller andre datterselskaper som inngår i konsernets basisvirksomhet. (§ 11)

Vedlegg 1 Kapitalstruktur i selskapene

Selskap (Formålsgruppe)	Egenkapital (2012)	Langsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld	Rentebærende gjeld	Utdyping av kapitalstruktur (LG = langsiktig gjeld, KG = kortsiktig gjeld)	Rammer for kapitalstruktur (jf. Vedtekter (§), tilskuddsbrev, lov, dept.opplysning)
Baneservice AS (1)	34,6 % (29,2 %)	20 %	45 %	34 %	LG består av Rentebærende lån, Leasing lån, Avsetning for forpliktelser og Pensjonsforpliktelser. KG består av Annen kortsiktig gjeld, Rentebærende lån, Skyldig offentlige avgifter og Leverandørgjeld.	Til låneforholdet er det stilt krav til morselskapet om at eierskapet skal være 100 % statlig, en soliditet på minimum 25% og minimum 100 mill. kr i EK ved årsskiftet. (jf. Note 11 i Årsrapport 2013)
NSB AS (2)	29,3 % (30,4 %)	52 %	19 %	41 %	LG består av lån (hovedsakelig obligasjonslån), Pensjoner, Utsatt skatt og Andre avsetninger. KG består av Leverandørgjeld, Lån (kortsiktig del av langsiktig gjeld) og Derivater.	
Posten Norge AS (2)	38,6 % (37,6 %)	22 %	39 %	21 %	LG består av Rentebærende langsiktig gjeld (hovedsakelig til kredittinstitusjoner og obligasjonslån), Avsetning for forpliktelser, Rentefri langsiktig gjeld (derivater). KG består av Rentefri kortsiktig gjeld (hovedsakelig lønnsavsetninger og offentlige avgifter og leverandørgjeld), Rentebærende kortsiktig gjeld (hovedsamling til kredittinstitusjoner) og Betalbar skatt.	

Vedlegg 2 Nøkkeltall – definisjoner og beskrivelser fra KPMG

Nøkkeltall (definisjon)	Beskrivelse	Relevans for analysen
EK-grad <i>Egenkapital / Totalkapital</i>	EK-grad er et mål på soliditet. EK-grad er andel av totalkapital som er finansiert med egenkapital. EK-grad blir i tillegg ofte brukt som kreditors covenant*, hvor kreditor gjerne ønsker at andelen ikke synker etter at lånet er gitt.	EK-grad definerer kapitalstrukturen i et selskap, og er dermed det viktigste målet i denne analysen. EK-grad varierer ofte med bransje, og signifikante avvik fra peergruppe bør undersøkes nærmere.
Rentedekningsgrad <i>(Ordinært resultat før skattekostnad + Rentekost) / Rentekost</i>	Rentedekningsgraden er et mål på både soliditet og lønnsomhet. Nøkkeltallet sier noe om selskapets evne til å betjene langsiktig og/eller kortsiktig gjeld, samt mulighet til å øke sin lånefinansiering. Nøkkeltallet blir ofte brukt som kreditors covenant.	Lav rentedekningsgrad betyr at selskapet kan få problemer med å betjene gjeldsrentene. Dette indikerer at selskapet har for høy (rentebærende) gjeldsandel. Det er relevant å evaluere rentedekningsgraden mot sammenliknbare selskaper (peergruppe).
AM-grad <i>Anleggsmidler** / Totalkapital</i>	Målet beskriver hvor stor andel anleggsmidler utgjør av totalkapitalen.	Selskaper med høy andel anleggsmidler vil ha mulighet til å tilby mer pantesikkerhet og dermed oppnå større lånefinansiering og/eller lavere finansieringskostnad. Høy verdi kan indikere at selskapet tåler høyere belåningsgrad, men også at selskapet har en høy grad av bundet kapital.
Utbyttegrad <i>Utbytte / overskudd</i>	Over tid bør selskapets utbyttepolitikk reflektere selskapets evne til å generere overskudd, samt behovet for kapital. Et selskap med store investeringsbehov bør beholde mer av overskuddet enn et selskap uten investeringer.	Utbyttepolitikken har en langsiktig effekt på selskapets kapitalstruktur: utbetalt utbytte reduserer egenkapital, mens tilbakeholdt overskudd styrker egenkapitalandelen over tid.
ROE (avkastning på egenkapital) <i>Nettoinntekt / Egenkapital</i>	Nøkkeltallet måler avkastning på egenkapital.	Verdien på ROE sier noe om hvor effektivt egenkapitalen i selskapet blir utnyttet.
Volatilitet <i>Variasjon EBITDA*** / Totalkapital</i>	Nøkkeltallet måler variasjon (standardavvik) i driftsoverskudd, som andel av totalkapital.	Høy volatilitet i driftsoverskuddet vil ofte medføre stor variasjon og press på likviditeten. Der virksomheten har betydelig lånefinansiering, vil høy volatilitet medføre finansiell risiko for långiver, og innebærer normalt behov for større egenkapitalandel og krav til covenants.
Likviditetsgrad 1 <i>Omløpsmidler**** / Kortsiktig gjeld</i>	Nøkkeltallet er et mål på virksomhetens løpende betalingsevne av kortsiktig gjeld.	Likviditetsgrad 1 er et viktig mål på virksomhetens evne til å betjene løpende driftsmessige og finansielle betalingsforpliktelser etter hvert som disse forfaller.

* Økonomiske betingelser særlig knyttet til sikkerhet ved eksterntfinansiering, ofte relatert til oppnåelse av visse nøkkeltall ifm. drift av virksomheten.

** De av virksomhetens eiendeler som er ment til varig bruk, for eksempel bygninger, maskiner og inventar. Anleggsmidler omfatter også rettigheter av ulike slag, som goodwill og andre immaterielle eiendeler, og finansielle eiendeler.

*** Driftsoverskudd (dvs. resultat før finansposter, skatt og avskrivninger)

**** De av virksomhetens eiendeler som normalt ikke er ment til varig bruk. Omløpsmidler omfatter betalingsmidler, verdipapirer, kortsiktige fordringer og varebeholdninger.

Vedlegg 3 Målselskaper med peers

Dept	Selskap	Peers	Nasjonalitet
FD	AIM Norway SF	Ingen peers	
FKD	Nofima AS	Ingen peers	
FKD	Norges sjømatråd AS	Innovasjon Norge	NO
		Stiftelsen Opplysningskontoret for frukt og grønt	NO
		Opplysningskontoret for meieri-produkter AS	NO
HOD	A/S Vinmonopolet	Systembolaget AB	SE
		Alko Oy	FI
		Utah Department of Alcoholic Beverage Control	US
		Liquor Stores NA Ltd	CA
HOD	Norsk Helsenett SF	Nextgentel AS	SE
		Basefarm AS	NO
		Helse Vest IKT AS	NO
		Nets Norway AS	NO
KD	Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste AS	Ingen peers	
KD	Simula Research Laboratory AS	Chr. Michelsen Research AS	NO
		International Research Institute of Stavanger AS	NO
		Norsk institutt for vannforskning	NO
		Akvaforsk Genetics Center AS	NO
		Akvaplan Niva AS	NO
KD	Uninett AS	Ingen peers	
KD	Universitetssenteret på Svalbard AS	Ingen peers	
KUD	Carte Blanche AS	Skånes Dansteater AB	SE
		Dansk Dansteater	DK
		Edderkoppen Teaterdrift AS	NO
		Black Box Teater AS	NO
		Nordland Teater	NO
KUD	Den Nationale Scene AS	Det Norske Teatret AS	NO
		Oslo Nye Teater AS	NO
		Nationaltheatret AS	NO
		Kungliga Dramatiska Teatern AB	SE
		Stockholms Stadsteater AB	SE
KUD	Den Norske Opera & Ballett AS	Birmingham Royal Ballet	GB
		Kungliga Operan AB	SE
		Kungliga Dramatiska Teatern AB	SE
		GöteborgsOperan	SE
KUD	Filmparken AS	Ealing studios Enterprises Ltd.	GB
		Pinewood Shepperton Plc	GB
		EDEL AG	DE
KUD	Nationaltheatret AS	Det Norske Teatret AS	NO
		Den Nationale Scene AS	NO
		Oslo Nye Teater AS	NO
		Kungliga Dramatiska Teatern AB	SE
		Stockholms Stadsteater AB	SE
KUD	Norsk rikskringkasting AS	Sveriges Television AB	SE

Vedlegg 3 Målselskaper med peers

Dept	Selskap	Peers	Nasjonalitet
		BBC Llc.	GB
		Yleisradio Oy	FI
KUD	Norsk Tipping AS	AB Svenska Spel	SE
		Danske Spil A/S	DK
		Veikkaus Oy	FI
		Österreichische Lotterien GMBH	AT
KUD	Rogaland Teater AS	Trøndelag Teater AS	NO
		Den Nationale Scene AS	NO
		Oslo Nye Teater AS	NO
		Hålogaland Teater AS	NO
KUD	Trøndelag Teater AS	Rogaland Teater AS	NO
		Den Nationale Scene AS	NO
		Oslo Nye Teater AS	NO
		Hålogaland Teater AS	NO
LMD	Kimen Såvarelaboratoriet AS	Akvaforsk Genetics Center AS	NO
		Graminor AS	NO
		Akvaplan Niva AS	NO
LMD	Staur gård AS	Ingen peers	
LMD	Statskog SF	Svea Skog AB	SE
		Österreichische Bundesforste AG	AT
		Bergvik Skog AB	SE
		Plum Creek Timber Co., Inc	US
		Potlatch Corporation	US
NHD	Cermaq ASA	P/F Bakkafrøst	NO
		Lerøy Seafood Group ASA	N
		Marine Harvest ASA	N
		SalMar ASA	N
NHD	Electronic Chart Centre AS	NOR kart AS	N
		GEODATA AS	N
		Norsk Eiendomsinformasjon AS	N
NHD	Entra Eiendom AS	Castellum AB	SE
		Cofinimmo S.A,	BE
		Hufvudstaden AB	SE
		Norwegian Property ASA	NO
NHD	Flytoget AS	A-Train AB	SE
		Heathrow Express Operating Company Ltd.	GB
		Nobina AS	NO
		NOR-WAY Bussekspress AS	NO
NHD	Kings Bay AS	Basecamp Spitsbergen AS	NO
		Hurtigruten ASA	NO
NHD	Kongsberg Gruppen ASA	Thales SA	FI
		Raytheon Co.	US
		Finmeccanica Spa	IT
		Saab AB	SE
		Rheinmetall AG	DE
NHD	Mesta AS	NCC AB	SE
		Veidekke ASA	NO

Vedlegg 3 Målselskaper med peers

Dept	Selskap	Peers	Nasjonalitet
		Svevia AB	SE
		Destia Oy	FI
NHD	Nammo AS	Chemring Group plc.	GB
		General Dynamics Ordnance and Tactical Systems, Inc	US
		Alliant Techsystems Inc	US
		Norma Precision AB	SE
		SAAB AB	SE
NHD	Norsk Eiendomsinformasjon AS	Electronic chart centre AS	NO
		NOR kart AS	NO
		GEOData AS	NO
NHD	Norsk Hydro ASA	Alcoa Inc.	US
		Rio Tinto Plc	GB
		BHP Billiton Plc.	GB
		United company RUSAL Plc.	RU
		Aluminum Corporation of China Ltd.	CN
NHD	Statkraft SF	Fortum OYJ	FI
		Enel Spa	IT
		Vattenfall AB	SE
		Iberdrola SA	ES
NHD	Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS	Alpha Natural Resources Inc	US
		James River Coal Co.	US
		Alliance Resource Partners, L.P.	US
		Arch Coal Inc.	US
NHD	Telenor ASA	TeliaSonera AB	SE
		Orange SA	FR
		Telefonica S.A.	ES
		Vodafone Plc	GB
		Telecom Italia Spa.	IT
NHD	Yara International ASA	Agrium Inc.	CA
		Potash Corporation of Saskatchewan, Inc.	US
		The Mosaic Company	US
		CF Industries Industries Holdings Inc.	US
OED	Statnett SF	Energinet.dk	DK
		Fingrid OYJ	FI
		RTE Ltd.	FR
		TenneT Holding BV	NL
		Elia System Operator SA	BE
OED	Statoil ASA	Royal Dutch Shell plc	GB
		BP Plc	GB
		Total S.A.	FR
		ConocoPhillips Inc.	US
SD	Avinor AS	Københavns Lufthavne A/S	DK
		Flughafen Wien AG	AT
		Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	DE

Vedlegg 3 Målselskaper med peers

Dept	Selskap	Peers	Nasjonalitet
		Flughafen Zuerich AG	CH
		Aéroports de Paris SA	FR
SD	Baneservice AS	Norsk jernbanedrift AS	NO
		Railcom AS	NO
		Infranord Norge AS	NO
		Leonhard Weiss GMBH & CO KG	DE
SD	NSB AS	SJ AB	SE
		DSB (Danske statsbaner)	DK
		Schweizerische Bundesbahnen SBB	CH
		Österreichische Bundesbahnen ÖBB	AT
SD	Posten Norge AS	Itella Corp. Oy	FI
		Österreichische Post AG	AT
		PostNord AB	SE
		PostNL NV	NL

Vedlegg 4 Resultater fra peeranalysen (2012-tall)

Selskap	EK-andel			Rentedeckningsgrad			AM/Totalkapital			ROE		
	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik
Forsvarsdepartementet												
AIM Norway SF	53 %			2 267			48 %			4 %		
Fiskeri- og kystdepartementet												
Nofima AS	9 %			-6			24 %			-101 %		
Norges Sjømatråd AS	82 %	6 %	1 239 %	18	1	3 211 %		1 %	64 %	9 %	390 %	98 %
Helse- og omsorgsdepartementet												
A/S Vinmonopolet	9 %	32 %	73 %	85	72	19 %	22 %	48 %	55 %	44 %	137 %	68 %
Norsk Helsenett SF	66 %	37 %	78 %	860	14	6 033 %	51 %	59 %	12 %	6 %	23 %	76 %
Kunnskapsdepartementet												
Norsk samfunnsvitenskapelig data-tjeneste AS	23 %						3 %			24 %		
Simula Research Laboratory AS	37 %	28 %	35 %	59	36	64 %	15 %	30 %	50 %	28 %	9 %	214 %
Uninett AS	44 %						17 %			3 %		
Universitetscenteret på Svalbard AS	18 %						43 %			13 %		
Kulturdepartementet												
Carte Blanche AS	37 %	28 %	34 %	-22	987	102 %	31 %	22 %	41 %	-3 %	76 %	104 %
Den Nationale Scene AS	24 %	24 %	1 %	153	12	1 141 %	38 %	39 %	2 %	21 %	24 %	13 %
Den Norske Opera & Ballett AS	1 %	31 %	96 %		7		65 %	18 %	265 %	-1 561 %	26 %	6 122 %
Filmparken AS	37 %	39 %	5 %		2		72 %	68 %	6 %	-11 %	4 %	388 %
Nationaltheatret AS	29 %	23 %	27 %		43	99 %	74 %	32 %	134 %	-4 %	29 %	112 %
NRK AS	40 %	19 %	104 %		8		58 %	47 %	24 %	4 %	38 %	90 %
Norsk Tipping AS	3 %	58 %	94 %	332	249 371	100 %	19 %	37 %	48 %	2 542 %	118 %	2 057 %

Vedlegg 4 Resultater fra peeranalysen (2012-tall)

Selskap	EK-andel			Rentedeckningsgrad			AM/Totalkapital			ROE		
	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik	Selskap	Gj.snitt peers	Avvik
Rogaland Teater AS	51 %	37 %	37 %	5	64	93 %	68 %	49 %	39 %	4 %	16 %	78 %
Trøndelag Teater AS	43 %	39 %	10 %	1	65	99 %	77 %	46 %	68 %		17 %	101 %
Landbruks- og matdepartementet												
Kimen Sávare-laboratoriet AS	79 %	33 %	142 %	902	182	396 %	3 %	37 %	91 %	6 %	13 %	55 %
Statskog SF	76 %	32 %	135 %		2		84 %	89 %	5 %	7 %	15 %	54 %
Staur gård AS	39 %			3			43 %			10 %		
Nærings- og handelsdepartementet												
Cermaq ASA	47 %	47 %		5	8	38 %	47 %	54 %	14 %	4 %	12 %	66 %
Electronic Chart Centre AS	69 %	30 %	129 %	415	48	768 %	13 %	13 %		13 %	47 %	72 %
Entra Eiendom AS	31 %	42 %	26 %		5		99 %	96 %	3 %	9 %	8 %	18 %
Flytoget AS	68 %	28 %	148 %	172	-61	382 %	79 %	25 %	213 %	11 %	89 %	88 %
Kings Bay AS	34 %	16 %	116 %	1	24	94 %	1 %	76 %	99 %		210 %	100 %
Kongsberg Gruppen ASA	39 %	28 %	36 %	49	11	364 %	35 %	47 %	26 %	21 %	7 %	190 %
Mesta AS	44 %	24 %	82 %		14		35 %	31 %	14 %	15 %	9 %	67 %
Nammo AS	46 %	32 %	43 %	98	7	1 220 %	28 %	45 %	39 %	20 %	13 %	48 %
Norsk Eiendoms-informasjon AS	22 %	46 %	52 %	-1	187	101 %	19 %	11 %	83 %	-23 %		
Norsk Hydro ASA	63 %	43 %	46 %	1	9	87 %	66 %	81 %	18 %	-2 %	1 %	363 %
Statkraft SF	39 %	35 %	12 %		4		83 %	81 %	2 %	8 %	8 %	5 %
Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS	68 %	31 %	121 %	-293	-1	22 273 %	44 %	81 %	46 %	-15 %	-24 %	37 %
Telenor ASA	46 %	36 %	26 %	6	4	53 %	82 %	81 %	2 %	13 %	7 %	78 %
Yara International ASA	61 %	58 %	6 %	18	489	96 %	60 %	66 %	9 %	21 %	22 %	4 %
Olje- og energidepartementet												
Statnett SF	35 %	26 %	33 %	5	3	45 %	91 %	84 %	9 %	9 %	8 %	21 %
Statoil ASA	41 %	44 %	8 %	84	28	198 %	77 %	68 %	13 %	22 %	14 %	55 %
Samferdselsdepartementet												
Avinor AS	37 %	39 %	5 %	4	5	29 %	91 %	87 %	5 %	9 %	15 %	41 %
Baneservice AS	29 %	19 %	54 %		369		38 %	19 %	103 %	-47 %	-77 %	40 %
NSB AS	30 %	27 %	12 %	2	3	43 %	73 %	89 %	19 %	10 %	5 %	100 %
Posten Norge AS	38 %	40 %	6 %	2	26	93 %	61 %	63 %	4 %	7 %	20 %	68 %