

**Thomas Hartman**

*Professor i företagsekonomi, särskilt redovisning och finansiering  
Ekon. dr.*

---

## **Utlåtande gällande Boliden Mineral AB:s förslag till moderbolagsborgen**

Boliden Mineral AB (bolaget) har blivit ålagda att ställa ekonomisk säkerhet med 37 Mkr avseende åtgärder för att återställa naturen efter deponering av avfall från i en gruvverksamhet som bedrivs av bolaget. Den ekonomiska säkerheten behöver gälla i 20-25 år för huvuddelen av beloppet, och ytterligare 30 år för en mindre del. Bolaget yrkar i första hand att säkerheten ska bestå av en moderbolagsborgen ställd av Boliden AB (publ). I andra hand yrkar bolaget att moderbolagsborgen ska kompletteras med garanti från bank eller annat kreditinstitut om skuldsättningsgraden enligt kvartals- eller årsbokslut överstiger vissa preciserade procentsatser.

Naturvårdsverket har givit undertecknad i uppdrag att redogöra för ett antal förhållanden som är förknippade med moderbolagsgarantier och ett företags finansiella ställning.

Den initiala frågan som ställts av Naturvårdsverket är vilka slutsatser man kan dra av ett bolags finansiella ställning vid en viss tidpunkt när man ska ta ställning till om en ekonomisk säkerhet kan anses betryggande under en lång tid, i allmänhet och i det aktuella fallet? Ett kort svar på denna fråga är att ett företags bokslut idag säger en del om dess framtida betalningsförmåga, men ju längre bort i tiden, desto osäkrare är balansräkningen som prognosinstrument. Vid tidshorisonter om 20-30 år vill jag mena att dagens bokslut i princip saknar prognosvärde om företagets framtida betalningsförmåga.

I traditionell finansiell analys fästs den huvudsakliga uppmärksamheten på ett företags framtida betalningsförmåga på balansräkningens högersida. Här återfinns eget kapital, långfristiga och kortfristiga skulder. Som mått på långsiktig betalningsförmåga används soliditet eller skuldsättningsgrad.<sup>1</sup> Ju högre andel eget kapital respektive ju lägre skuldsättningsgrad desto solidare företag.

---

<sup>1</sup> Soliditet är Eget kapital (EK) dividerat med Eget kapital plus Skulder (S), dvs .  $EK / (EK + S)$ . Skuldsättningsgrad är Skulder dividerat med Eget kapital, dvs  $S/E$ . Sambandet mellan soliditet och skuldsättningsgrad är  $Soliditet = 1 / (1 + S/E)$ . Måtten mäter alltså samma sak. Definitionen av S och EK kan variera mellan olika författare och olika litteratur och olika användare (t.ex. årsredovisningar från företag). Exempelvis avses med S ibland enbart långfristiga skulder, ibland totala skulder (dvs lång- plus kortfristiga skulder).

Vid kredit- eller garantigivning för längre perioder kan det hävdas att skuldsättningsgraden ger en indikation på bolagets framtida långsiktiga (åter)betalningsförmåga. Det ger också en indikation på företagets konkursrisk. De avgörande faktorerna för ett företags skuldsättningsgrad är företagets:

1. Framtida vinster
2. Framtida investeringar
3. Styrelsens och företagsledningens finansieringspolicy vad gäller skuldsättningsgrad
4. Styrelsens utdelningspolicy.

De ovan nämnda faktorerna samverkar och påverkar balansräkningens bägge sidor.

1. Framtida resultat: I ett lönsamt företag ökar tillgångssidan raskt (t ex genom en ökad kassa) vilket på skuldsidan balanseras av att det egna kapitalet stiger (med periodens vinst). Om skulderna samtidigt inte ökar, kommer skuldsättningsgraden att sjunka.
2. Framtida investeringsbehov: Företagets framtida investeringar kan finansieras med antingen sparade vinster, d v s kassatillgångar omvandlas till anläggningstillgångar, eller ökade skulder, eller en kombination. Så länge som framtida investeringar finansieras med samma proportioner av eget kapital och skulder, som företaget har idag, kommer skuldsättningsgraden att vara konstant (ceteris paribus). Det är först när framtida investeringar finansieras med en högre andel skulder än historiskt, som skuldsättningsgraden ökar.
3. Styrelsens och företagsledningens finansieringspolicy vad gäller skuldsättningsgrad: Skuldsättningsgraden kan enkelt påverkas av en styrelse eller företagsledning, åtminstone uppåt; företaget kan helt enkelt låna mer (omvänt kan vara svårare, då man här är beroende av höga vinster). Styrelsen i ett (börsnoterat) företag har därför oftast en policy för vilken nivå på skuldsättningsgraden som den anser eftersträvasvärd. Inte sällan uttrycks den i termer av att skuldsättningsgraden i genomsnitt ska uppgå till X% över en konjunkturcykel, eller högst få uppgå till Y% i en högkonjunktur.
4. Styrelsens utdelningspolicy: Företagets utdelningspolicy hänger intimt samman med policyn om skuldsättningsgrad. En styrelse vill ogärna sänka utdelningarna från ett år till ett annat och vill kunna vidmakthålla en rimlig utdelning till ägarna, även under konjunktur nedgångar.

Ett företags konkursrisk sammanhänger med den framtida genereringen av betalningsöverskott, men inte enbart. Företag går i konkurs av två huvudsakliga skäl, insufficiens respektive insolvens;

Insufficiens: Kassaflödet sinar (främst p g a uteblivna vinster i rörelsen, men även höga amorteringar och räntebetalningar, stora investeringar och höga utdelningar) och företaget klarar inte sitt betalningsåtagande till stat, kreditorer, anställda och leverantörer.

Insolvens: Efter några års förluster urholkas det egna kapitalet, så att skulderna överstiger tillgångarna.

Således kan konstateras att ett företags framtida (åter)betalningsförmåga i främsta rummet beror av dess framtida vinster och skuldernas storlek. Det är de *framtida vinsterna* som ska generera ett tillräckligt löpande betalningsöverskott. Det är också i främsta rummet de framtida vinsterna som ska bidra till att det egna kapitalet bibehålls på en nivå som garanterar företagets överlevnad.

I det aktuella fallet gällande Boliden Mineral AB och Bolidenkonzernen noteras följande:

1. **Framtida resultat:** Det är förstås omöjligt att med säkerhet sja om koncernens framtida resultat. En blick tillbaka i tiden kan dock ge en indikation på hur framtiden kan utvecklas. I bilaga 1 framgår att under de senaste 12 åren har Bolidens resultat efter skatt varierat mellan -2,2 Mdr kr (2001) och 6,3 Mdr kr (2006). Resultatens höga fluktuationer sammanhänger med branschen som företaget verkar inom. Råvaruproduktion, såsom metallutvinning, ligger först i "företagandets näringskedja" och är mer konjunkturkänslig än de flesta andra branscher. Såväl priser på efterfrågade produkter, i Bolidens fall metaller, som efterfrågade volymer varierar mer än för det 'genomsnittliga' företaget. Samtidigt är branschen kapitalintensiv med höga fasta kostnader. Tillsammans gör detta att rörelseresultatet fluktuerar relativt kraftigare än för andra företag. Ett mått på ovanstående är företagets betavärde på aktierna. Betavärdet på en aktie visar hur mycket aktiekursen varierar över tiden i jämförelse med andra aktier (på börsen). Finansbolaget Avanza redovisar att Bolidens aktie har ett betavärde på 1,77<sup>2</sup>. Som jämförelse har det 'genomsnittliga' företaget på börsen ett betavärde på 1. Att en akties betavärde är högre än genomsnittet ska tolkas som att dess risk överstiger genomsnittet. Detta är i sin tur indirekt en konsekvens av att företagets resultat över tiden fluktuerar mycket.
2. **Framtida investeringsbehov:** Om Bolidens framtida investeringsbehov går ej att uttala sig, varför det i denna skrivning lämnas därhän.
3. **Styrelsens och företagsledningens finansieringspolicy vad gäller skuldsättningsgrad:** Av bilaga 1 framgår att Bolidens skuldsättningsgrad de senaste 12 åren också har varierat mycket. Som högst var den 1252% år 2000 och som lägst 67% år 2006. Under sex av de 12 åren översteg skuldsättningsgraden 150%, under fyra översteg den 200%.

Bolidens har en policy för skuldsättningsgrad. I årsredovisningen för 2009 uttrycks denna enligt följande:

"Målet är att nettoskuldsättningsgraden<sup>3</sup> i en högkonjunktur ska vara högst 20 procent i syfte att vidmakthålla en rimlig finansiell handlingsberedskap i en lågkonjunktur."

Källa: Boliden AB:s årsredovisning 2009, sid 20.

---

<sup>2</sup> [https://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=98623](https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623)

<sup>3</sup> Nettoskuldsättningsgrad beräknas som nettot av räntebärande avsättningar och skulder minus finansiella tillgångar inklusive likvida medel dividerat med eget kapital. Källa: Boliden AB:s årsredovisning 2009, sid 64.

Det bör här kanske påpekas att Boliden mäter skuldsättningsgrad på ett annat sätt vad som görs i bilaga 1. Modellen som används i bilaga 1 är den "traditionella", som används i de flesta textböcker, där detta lärs ut till studenter i företagsekonomi. Som påpekades i not 1 på sid 1 förekommer varianter på temat. Bolidens är ett sådant exempel, där de även valt att benämna den nettoskuldsättningsgrad, eftersom man bland annat från skulderna gör avdrag för likvida medel. Mitt skäl till att använda den "traditionella" modellen är att den just är "traditionell" och därför att Boliden föreslagit att eventuella framtida bankgarantier ska knytas till bolagets framtida skuldsättningsgrad.

Det vi kan konstatera här är då att Boliden således har en uttalad finansieringspolicy för skuldsättningsgrad. Men oavsett modellen för hur man mäter densamma är det företagets framtida resultat som i första hand avgör om finansieringspolicyen kan efterlevas. Företagets framtida utdelningar till aktieägarna spelar därvid också in. Bolidens policy är att en tredjedel av årets resultat ska utdelas till aktieägarna (Bolidens årsredovisning 2009, sid 64).

Således, Bolidens AB:s resultatutveckling och skuldsättningsgrad har de senaste 12 åren fluktuerat kraftigt. Förklaringen till detta bör i första hand tillskrivas företagets branschtillhörighet. Så länge som Boliden fortsätter att huvudsakligen verka inom samma bransch finns det anledning att tro att utvecklingen kommer att bestå, d v s framtida resultat är svåra att förutsäga och kan förväntas fluktuera mycket. Och eftersom framtida skuldsättningsgrad i hög utsträckning påverkas av framtida resultat, kommer även skuldsättningsgraden – och i förlängningen företagets (åter)betalningsförmåga - vara svår att prognostisera.

Ansvarsfördelningen och fördelningen av tillgångar och skulder inom en bolagskoncern mellan moderbolag och dotterbolag varierar från koncern till koncern. I Boliden AB uppgår de totala tillgångarna till ca 33 Mdr kr (2009). Moderbolagets tillgångar uppgår till ca 8,6 Mdr kr (2009). Ingen egentlig verksamhet bedrivs i moderbolaget och för 2009 var resultatet 0 kr. Moderbolagets tillgångar består till ca hälften (3,9 Mdr kr) av andelar i koncernbolaget Boliden Mineral AB och till hälften av fordringar hos koncernföretag. Av balansomslutningens egna kapital och skulder utgör drygt tio procent av kortfristiga skulder hos kreditinstitut. Övrig finansiering är eget kapital. Det finns inga långfristiga skulder i moderbolaget.

Organisationen av koncernen innebär att all egentlig verksamhet bedrivs av Boliden Mineral AB. Det kan tolkas som att all risk, d v s både rörelserisken och den finansiella risken, förläggs till dotterbolaget Boliden Mineral AB<sup>4</sup>. Alla externa krediter är förlagda till dotterbolaget Boliden Mineral AB och eventuellt Boliden Mineral AB:s dotterbolag.

---

<sup>4</sup> I Boliden AB:s årsredovisning 2009 anges i not 10, sid 61 att Boliden Mineral AB ägs till 100% av moderbolaget. Därunder räknas sedan upp 24 ytterligare bolag, där ägarandelen anges till 0. Jag tolkar det som att dessa 24 bolag är dotterbolag till Boliden Mineral AB. För ett av de 24 bolagen, Kip Service Oy anges att det ägs till 65% av bolaget.

Boliden Mineral AB har yrkat på att ställa moderbolagsborgen som säkerhet. Men eftersom Boliden AB:s enda substantiella tillgång är aktier i Boliden Mineral AB kan man säga att Boliden Mineral AB vill ställa ut en garanti till sig själv.

Boliden Mineral AB har i andra hand yrkat på att ställa moderbolagsgaranti som säkerhet och knyta eventuella framtida bankgarantier till nivån på bolagets framtida skuldsättningsgrad. Om skuldsättningsgraden överstiger 150 % ska enligt Boliden AB:s förslag hälften av det säkerställda beloppet garanteras av bank och när skuldsättningsgraden överstiger 200 % ska hela beloppet säkerställas.

Förutsättningarna för att erhålla en dylik garanti får bedömas på samma sätt som övriga krediter. Nivåerna (150% resp 200%) på skuldsättningsgraderna är i sig inte anmärkningsvärt höga. Som nämndes ovan har Boliden under den senaste tolvårsperioden vid sex årsbokslut uppvisat skuldsättningsgrader som överstigit 150%. Bolaget har dock fortsatt överlevt och krediter från kreditinstitut har förnyats och utökats. Men om kreditinstitut gör bedömningen att skuldsättningsgraden ökar kraftigt därför att resultatet är i fritt fall och de inte låter sig övertygas om att situationen inom rimlig tid går att ställa tillrätta, kommer ansökningar om förnyade eller utökade krediter att bedömas betydligt mer kritiskt. Detsamma kommer i sådana fall att gälla även garantier i bank.

Bolaget föreslår vidare att skuldsättningsgraden ska redovisas i kvartalsrapporter och reviderade årsrapporter och att om de ovan nämnda procentsatser därvid är för handen ska bolaget inom tre månader tillhandahålla sådan säkerhet. Bolidens delårsrapporter redovisas normalt ca knappt två månader efter delårsperiodens sista dag och reviderade årsredovisningar ca drygt tre månader efter bokslutsdagen. Således är det en ledtid på ca 5-7 månader efter redovisningsperiodens sista dag tills tillhandahållande av säkerhet. Huruvida detta är en rimligt kort tid för att iscensätta en garanti får ses mot samma bakgrund som sades ovan. Om bolagets resultatutveckling är akut negativ och den ökade skuldsättningsgraden av kreditgivare bedöms som allvarlig, är 5-7 månader en lång tid.

### **Sammanfattade bedömning**

Boliden AB verkar inom en bransch med hög (rörelse)risk. Detta bekräftas implicit av finansmarknadens prissättning av bolagets aktier, då bolagets betavärde är högt (1,77 i mars 2010). Kreditbedömare i banker och finansinstitut är medvetna om rörelserisken och anpassar kreditnivåer, löptider och pris på krediter därefter. Boliden uppvisade 31 dec 2009 en genomsnittlig kredittid på utestående långfristiga krediter på 3,8 år. Året dessförinnan var motsvarande 4,8 år.

I det aktuella fallet gällande efterbehandlingskostnaderna kommer dessa att uppstå om 20-30 år. Detta kan betraktas som en skuld till staten som ska amorteras om 20-30 år. Med andra ord: Boliden Mineral AB beviljas av staten att använda svensk mark för sin näringsverksamhet under förutsättning att marken återställs. Boliden Mineral 'lånar'<sup>5</sup> alltså marken idag och 'återbetalar skulden' i morgon, d v s om 20-30 år. Det är därvid rimligt att

---

<sup>5</sup> Jag är medveten om att Boliden förmodligen äger marken där gruvavfall deponeras. 'Låna' ska här förstås som att deponin ur statens synvinkel innebär att Boliden samtidigt 'förstör' marken. Denna 'förstörelse' liknar jag här vid ett slags lån, som ska återbetalas vid ett senare tillfälle, d v s när marken ska återställas.

värdera denna 'skuld' på liknande sätt som när en utomstående kreditgivare gör en kreditbedömning av ett lån som ska förfalla till betalning om 20-30 år.

En extern kreditgivare söker normalt matcha beviljade krediter med en kombination av 1) livslängden på de tillgångar som krediten ska finansiera (t.ex. beviljas längre återbetalningstid om krediter används för fastighetsinvesteringar än för inköp av maskiner) och 2) det förväntade kassaflödet på investeringen, t.ex. hyresintäkter på en fastighetsinvestering. Att kreditgivare agerar på detta sätt hänger ihop med att man vill vara så säker som möjligt på att krediterna ska kunna återbetalas och att återbetalningstakten ska stå i proportion till investeringens livslängd och det positiva kassaflöde den förväntas generera. Den genomsnittliga kredittiden på ett företags kreditportfölj är därför i mångt och mycket en reflexion av branschförutsättningar; fastighetsföretag har i regel längre genomsnittlig löptid på sin kreditportfölj än fordonstillverkande företag. I Bolidens fall har de långfristiga krediterna en genomsnittlig löptid på ca fyra år. Kreditmarknadens aktörer har därmed gjort en bedömning av en 'rimlig' genomsnittlig löptid på kreditportföljen för ett företag som verkar i den bransch som Boliden gör. Det kan därför ifrågasättas varför staten ska bevilja en långfristig "kredit" på 20-30 år som så kraftigt avviker i löptid jämfört med företagets genomsnittliga utan att samtidigt erhålla solida garantier för att återbetalningen säkras.

Boliden AB har begärt en garantikonstruktion där moderbolagsborgen ska gälla och eventuellt kompletteras med en garanti i bank om skuldsättningsgraden överstiger 150% respektive 200%. Eftersom Boliden AB:s enda substantiella tillgång är aktier i Boliden Mineral AB kan det annorlunda uttryckas som att Boliden Mineral AB vill ställa ut en garanti till sig själv.

Den föreslagna garantikonstruktionen jämför underförstått staten med en vanlig kreditgivare. Detta anser jag inte vara rimligt. Det är nämligen kutym att anta att det egna kapitalet har en löptid som är oändligt lång, d v s det förväntas aldrig återbetalas fullt ut till aktieägarna. Samtidigt går det egna kapitalet ibland under begreppet 'riskkapital', d v s aktieägarna tar den största risken i ett företag och kan aldrig vara säkra på att erhålla utdelning, särskilt inte långt fram i tiden. En moderbolagsborgen som avser belopp som ska betalas om 20-30 år är således, menar jag, snarare att jämföras med långivarens (d v s statens) med Bolidens aktieägare (och därmed den högre risk som förknippas med eget kapital) än med deras kreditgivare.

Boliden Mineral AB:s förslag om att komplettera moderbolagsborgen med säkerheter i bank om skuldsättningsgraden överstiger 150% respektive 200% skulle ha utlösts sex av tolv år, om det gällt den senaste tolvårsperioden. En sådan konstruktion är förenad med en kontinuerlig bevakningskostnad, som banker och kreditinstitut är beredda att ta, men som det är tveksamt om staten har kompetens eller önskar avsätta resurser för att bedriva. Vidare visar den senaste tolvårsperioden att transaktionskostnaden, d v s arbetet med att ställa ut garantier och återgälda dem, också hade varit hög. Men väsentligast av allt är förmodligen att konstruktionen inte lämpar sig i fall där låntagarens (Boliden) rörelserisk är hög; när kreditgivaren (staten) behöver en bankgaranti, är det kanske för sent.

Min sammanfattande bedömning av om bolagets yrkanden om moderbolagsborgen kan anses innebära en långsiktig garanti för att efterbehandlingskostnaderna ska kunna täckas är således negativ.

Stockholm, 12 april 2010

Thomas Hartman

Övriga referenser:

SOU 2006:039: Ett utvidgat miljöansvar, Delbetänkande av miljöansvarsutredningen.

Bilaga 1

<b>Boliden AB</b>												
	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Totalt kapital (T)</b>	1843,5	1876,5	1327,8	11176	10694	19861	20017	22918	26929	27231	30525	33258
<b>Eget kapital (E)</b>	653,1	653,1	98,2	2527	2590	6100	8959	10289	16089	12932	16131	16257
<b>Skulder (S)</b>	1190,4	1223,4	1229,6	8649	8104	13761	11058	12629	10840	14299	14394	17001
<b>Skuldsättningsgrad (S/E)</b>	182%	187%	1252%	342%	313%	226%	123%	123%	67%	111%	89%	105%
<b>Rörelseresultat</b>	-68,7	-59,4	-656,1	-949	414	533	1666	3069	8522	5428	1004	3623
<b>Resultat efter skatt</b>	-75,7	-68,2	-655,6	-2237	132	596	1055	2046	6268	3787	935	2501
<b>Kommentar: Samtliga belopp hämtade från respektive års årsredovisning.</b>												
<b>Samtliga belopp är i MSEK utom för åren 1998-2000 där beloppen är i MUSD.</b>												