



Arkivnummer: _____

LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen

FEKP90
Företagsekonomi -
Examensarbete på Civilekonomprogrammet

VT 2011

Finansiellt risktagande i fastighetsbolag

*-En jämförelse mellan kommunala och privata
fastighetsbolag i sydvästra Skåne*

Författare:

Jacob Mejvik

Andreas Warne

Handledare:

Anders Vilhelmsson

Uppsatsens titel: Finansiellt risktagande i fastighetsbolag - En jämförelse mellan kommunala och privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne.

Seminariedatum: 2011-05-20

Ämne/kurs: FEKP90; Magisteruppsats finansiering 30 HP.

Författare: Jacob Mejvik, Andreas Warme,

Handledare: Anders Vilhelmsson, Företagsekonomiska institutionen Lunds universitet.

Fem nyckelord: Allmännyttan, Fastighetsbolag, Finansiering, Hedging, Riskhantering.

Syfte: Syftet med denna uppsats är att undersöka huruvida det föreligger skillnader i finansiellt risktagande mellan kommunala och privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne.

Metod: En kvalitativ undersökning där vi intervjuat beslutsfattare i privata- respektive kommunala fastighetsbolag med jämförbar storlek. Intervjuerna har kompletterats med offentlig information om bolagen.

Teoretiska perspektiv: Kapitalstruktur, Finansiella risker, Finansiering.

Empiri: Totalt elva intervjuer, varav fem med kommunala fastighetsbolag, fem med privata fastighetsbolag och en med en banktjänsteman med insikt i utlåning till fastighetsbolag.

Slutsatser: Vår undersökning visar att det finns betydande skillnader i finansiellt risktagande för kommunala respektive privata fastighetsbolag. Den viktigaste skillnaden är att kommunala fastighetsbolag, som ett resultat av de kan ställa bättre säkerheter och har fler finansieringskällor, är mindre oroade över tillgången på kapital. Detta innebär att de kommunala bolagen kan ha en större skillnad mellan ränte- och kapitalbindingstider. Ränterisken bedömer vi annars hanteras relativt lika, oavsett om bolaget är kommunalt eller privat. Det finns också en rad ofördelaktiga regleringar som i huvudsak påverkar de kommunala bolagen negativt. Exempelvis försvårar lagen om offentlig upphandling de kommunala bolagens förutsättningar att kunna skapa långvariga och fördelaktiga relationer till långgivare. I vilken utsträckning detta kompenserar för möjligheten till kommunal borgen är dock oklart. Enligt vår bedömning är de kommunala bolagens finansieringsmöjligheter klart bättre. Detta tror vi till stor del beror på möjligheten till kommunal borgen och upplåning samt att borgensavgiften förefaller vara fel prissatt.

Title: Financial risk taking in real estate companies - A comparison between municipality owned and private real estate companies in southwestern Scania, Sweden.

Seminar date: 2011-05-20

Course: Master thesis in business administration, 30 University Credit Points (30 ECTS).

Authors: Andreas Warne, Jacob Mejvik

Advisor/s: Anders Vilhelmsson, Department of Business Administration at Lunds University.

Five key words: Financing, Hedging, Public ownership, Real estate companies, Risk management.

Purpose: The purpose of this thesis is to investigate if there is a difference in financial risk taking between municipality owned and private real estate companies in southwestern Scania.

Methodology: A qualitative study where we interviewed decision makers in municipality owned and comparable private real estate companies. The interviews have been complemented with public information about the companies.

Theoretical perspectives: Capital structure, Financial risks, Financing.

Empirical foundation: A total of eleven interviews, five with privately owned companies and five with municipality owned companies and one with a bank employee with insight in financing of real estate companies.

Conclusions: Our investigation shows that there are significant differences in financial risk taking between municipality owned and privately owned real estate companies. The most significant difference is that municipality owned companies, as a result of access to better securities and more financing sources are less worried about being able to acquire capital. Hence, municipality owned companies allow themselves a larger difference when tying their interest rates and capital. However, we assess the interest risk to be handled fairly equally regardless of the type of company. There are also a number of disadvantageous regulations that mainly affect the municipality owned companies negatively. As an example, the legislation makes it difficult for the municipality owned companies to create long lasting and advantageous relations to lenders. According to our assessment the municipality owned companies have clearly better financing possibilities. This is to a large extent connected to the possibilities for municipality owned companies to get municipality guarantees when borrowing and that the pricing of this guarantee is largely erroneous.

Förord

Vi vill inleda med att tacka alla som bidragit till färdigställandet av den här uppsatsen. Särskilt vår handledare från företagsekonomiska institutionen vid Lunds universitet, Anders Vilhelmsson, som har bidragit med insiktsfulla synpunkter genom hela arbetsprocessen. Ett speciellt tack riktas även till vår handledare hos Handelsbanken, Jonas Darte, som vid flertalet tillfällen tagit sig tid att svara på frågor och gett oss bra synpunkter och insikter. Vi vill också tacka alla de representanter från olika fastighetsbolag som har tagit sig tid att intervjuas.

Lund 2011-05-20

Jacob Mejvik och Andreas Warne

Innehållsförteckning

1. Inledning	11
1.1 Problemformulering.....	12
1.2 Syfte	12
1.3 Hypotes	12
1.4 Avgränsningar.....	13
1.5 Målgrupp.....	13
2. Praktisk referensram	14
2.1 Fastighetsbranschen.....	14
2.2 Allmännyttan	14
2.3 Lagstiftning privata fastighetsbolag	15
2.4 Lagstiftning kommunala fastighetsbolag	16
2.5 Övriga förändringar i lagstiftningen	17
2.6 Praktiska effekter av lagstiftningen.....	17
2.7 Redovisning av fastigheter.....	19
2.8 Fastighetsinvesteringar	19
2.9 Verksamhetsrisker	21
2.10 Säkerheter	21
2.11 Finansieringsinstitut	22
3. Teoretisk referensram	25
3.1 Teoriområde	25
3.2 Teoribakgrund.....	25
3.3 Kapitalstruktur.....	26
3.4 Finansiering inom fastighetsbranschen	27
3.5 Räntenivå och lånekostnad.....	28
3.5.1 Rörliga lån	29
3.5.2 Bundna lån	30
3.6 Finansiella risker	31
3.6.1 Inflationsrisk.....	31
3.6.2 Marknadsrisk	32

3.6.3	Finansieringsrisk.....	32
3.6.4	Marknadlikviditetsrisk	33
3.6.5	Kredit eller konkursrisk.....	33
3.7	Hedging	33
4.	Metod	37
4.1	Utarbetande av problemformulering.....	37
4.2	Val av metod.....	37
4.3	Val av fallföretag och intervjupersoner	38
4.4	Förberedelser	39
4.5	Intervjuteknik.....	40
4.6	Frågeformuleringar	41
4.7	Reliabilitet och validitet	43
4.8	Litteratur	44
4.9	Källkritik	45
4.10	Rapportering.....	46
5.	Empiri	47
5.1	Redovisning av det empiriska materialet.....	47
5.2	Kommunala fastighetsbolag (K1-K5).....	48
5.2.1	K1	48
5.2.2	K2 (Ljudmaterial saknas)	51
5.2.3	K3	54
5.2.4	K4 (Större; Ljudmaterial saknas).....	58
5.2.5	K5	59
5.2.6	Allmänna observationer för kommunala fastighetsbolag	60
5.2.7	Sammanställning	62
5.3	Privata fastighetsbolag (P1-P5).....	63
5.3.1	P1 (Mindre).....	63
5.3.2	P2 (Mindre).....	64
5.3.3	P3 (Större).....	65
5.3.4	P4.....	67
5.3.5	P5 (Större).....	68
5.3.6	Allmänna observationer för privata fastighetsbolag	69
5.3.7	Sammanställning	70
5.4	Bankens perspektiv.....	71

6. Diskussion och slutsatser.....	73
7. Förslag till fortsatta studier	79
Referenser.....	80
Bilaga: Artikel	85

Figurförteckning

Figur 1: Grundläggande finansieringsalternativ för ett kommunalt fastighetsbolag består förutom vanliga banker också av den lokala kommunen samt Kommuninvest. Bilden visar också den borgensförpliktelse kommunerna kan ställa för de kommunala fastighetsbolagens räkning (Baserad på Kommuninvest, 2011c).24

Figur 2: Grundläggande finansieringsalternativ för ett privat fastighetsbolag (Källa: egen).24

Figur 3: Betalningsflöden för ränteswap, utbyte av betalningsströmmar mellan två parter och en mellanhand. (Baserad på Andersen, 2006, s. 215).36

Begreppsförklaring

Default barrier

Punkten där värdet av ett företags tillgångar understiger värdet av dess skulder. (Hull, Nelken och White, 2004)

Derivat

Ett kontrakt som specificerar framtida pris för tillgångar och åtaganden baserat på en underliggande tillgångsvärde (Andersen, 2006, s. 431; Culp, 2006, s. 223-224).

Duration

Den vägda medellöptiden på de framtida kassaflödesströmmarna med nuvärdet av varje framtida kassaflöde som vikt (Andersen, 2006, s. 432).

Fallissemang

Inställande av betalningar, konkurs.

Fastighetsägarna

Bransch- och intresseorganisation som idag representerar drygt 17.000 medlemmar, i huvudsak fastighetsägare. Deras vision är “ett långsiktigt hållbart samhälle med en väl fungerande fastighetsmarknad, där fastighetsägare på marknadsmässiga villkor och med samhällsansvar tillgodoser efterfrågan på bostäder och lokaler” (Fastighetsägarna, 2011).

Forward

Ger en part rätt att köpa och den andra parten rätten att sälja i framtiden (Andersen, 2006, s. 169-170).

FRA

Avtal mellan två parter om att utbyta skillnaden i ränta mellan en bestämd, framtida räntenivå

och en marknadsränta. När marknadsräntan stiger över den bestämda räntenivån så betalar säljaren köparen skillnaden och när den sjunker under den bestämda räntenivån så betalar köparen skillnaden till säljaren (Andersen, 2006, s. 173).

Företagscertifikat

Ett företagscertifikat är ett instrument som ges ut av företag och används för kortfristig upplåning på penningmarknaden (Riksbanken, 2011a).

Hyresgästföreningen

Bransch- och intresseorganisation med totalt 525.000 hushåll som medlemmar. Hyresgästföreningen verkar i hyresgästernas intresse, primärt vid förhandlingar med fastighetsägarna och har bland sina viktigaste mål att försöka begränsa boendekostnaderna för hyresrätten (Hyresgästföreningen, 2011).

Kapitalbindning

Tidsramen då kapital är bundet.

Obligationer (Engelskans Bond)

Skuldebrev med längre löptid än ett år. Ges ofta ut av företag och stater (Arnold, 2008, s G:3).

Option

Ger rätten, men inte skyldigheten att köpa eller sälja en tillgång till ett visst pris i framtiden (Culp, 2006, s. 224; Higgins, 2009, s.189).

Räntebindingstid

Tidsramen då räntan på ett lån är fixerad.

SABO

Sveriges Allmännyttiga Bostadsföretag, bransch- och intresseorganisation för cirka 300 allmännyttiga bostadsföretag. SABO avser med sin verksamhet bistå sina medlemmar så att de kan vara långsiktiga och konkurrenskraftiga aktörer på bostadsmarknaden (SABO, 2011a)

Spread

Ekonomisk term för att beskriva skillnader i prisnivåer vid köp eller försäljning (Arnold, 2008, s G:27).

Swap (används synonymt med ränteswap i den här texten)

Utbyte av betalningsströmmar mellan två parter (Arnold, 2008, s. 941).

Yield kurva

Beskriver hur priset på lån och obligationer varierar beroende av hur långa löptider de har (Malkiel, 2008).

1. Inledning

I detta kapitel redogör vi för bakgrund, problem och avgränsningar.

I december 2010 publicerade Sydsvenskan en artikel med rubriken “Bostadsbrist eller bostadskris?” där man diskuterar problematiken kring att det byggs för lite bostäder i förhållande till befolkningstillväxten i Skåne (Häggström, 2010). Som en förklaring till detta ges ofta konstruktionen på den svenska bostadsmarknaden med både allmännyttiga och privata aktörer och deras olika förutsättningar. Debatten har handlat främst om intäktssidan hos fastighetsbolagen och huruvida den tidigare hyreslagstiftningen hindrat fri konkurrens och en effektiv bostadsmarknad. Förvånansvärt nog har kostnadssidan ägnats väldigt lite uppmärksamhet och speciellt uppseendeväckande är att finansieringskostnaderna inte tilldragit sig mer uppmärksamhet i debatten trots dess vikt för fastighetsbranschen. Exempelvis visar Grant Thorntons fastighetsrapport (Larsson och Zetterstedt, 2010) att ökade kostnader för finansiering upplevs som en mycket stor riskfaktor för de största kommersiella fastighetsbolagen. En ytterligare indikation på vikten av finansiering i fastighetsbranschen är att fastigheter utgör 30-40 % av det fysiska kapitalet i världen (Fabozzi, Shiller och Tunaru, 2010). Detta i kombination med att fastighetsägarna strävar efter en så hög belåning som fastigheterna tillåter gör att finansieringen utgör en väsentlig del av verksamheten (J. Darte, personlig kommunikation, 25 mars, 2011). Även i de offentliga rapporter som producerats inom området behandlas finansieringsproblematiken kortfattat. Exempelvis behandlar Lind och Lundström (2011) finansieringsaspekten, inom ramen för att kommunala bolag ska verka affärsmässigt, men utvecklar den inte. Samtidigt belyser Nordlund och Lundström (2011) i en rapport för Sveriges Riksbank att den kommersiella fastighetssektorn kan påverka den finansiella stabiliteten i Sverige och bidra till samhällsekonomiska förluster. Detta visade sig under krisen på 90-talet då det förekom omfattande fallissemang inom fastighetssektorn vilket nästan ledde till haveri för

den svenska banksektorn. Att förstå hur fastighetssektorns finansiering fungerar och information om densamma anses därför vara vital för finansiell stabilitet (Nordlund och Lundström, 2011). Med bakgrund av den rådande debatten kring allmännyttiga och privatägda fastighetsbolag i kombination med insikten om vikten av finansiering i fastighetsbranschen finner vi det intressant att undersöka hur finansiellt risktagande skiljer sig åt mellan privata respektive kommunala fastighetsbolag. Då den här aspekten inte förefaller vara tillräckligt utredd har vi valt att studera den i den här uppsatsen. Studien är avgränsad till fastighetsbolag med huvuddelen av sin verksamhet i tillväxtregionen sydvästra Skåne.

1.1 Problemformulering

Vi undersöker hur finansiellt risktagande skiljer sig åt mellan kommunala respektive privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne. Finansiellt risktagande definierar vi här som ”hur företag väljer att hantera de finansiella risker de exponeras mot”. Följaktligen studeras vilka finansiella risker bolagen anser sig möta och vilka strategier de väljer för att hantera dem.

1.2 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka huruvida det föreligger skillnader i finansiellt risktagande mellan kommunala och privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne.

1.3 Hypotes

Vår hypotes är att kommunala fastighetsbolag har bättre förutsättningar och fler möjligheter för att hantera finansiellt risktagande. Exempelvis anar vi att kommunala fastighetsbolag är mindre benägna att oroa sig för likviditetsproblem eller konkurs och är därmed benägna att ta mer riskfyllda positioner i sin finansiering av verksamheten. Vidare tror vi även att kommunala fastighetsbolags möjligheter att ställa bättre säkerheter medför en större flexibilitet och tillåter större finansiellt risktagande.

1.4 Avgränsningar

I den här uppsatsen avgränsar vi oss till att endast studera finansiellt risktagande i onoterade fastighetsbolag som drivs i antingen privat- eller kommunal regi i aktiebolagsform. Vi har även avgränsat oss till fastighetsbolag med verksamhetsbas i sydvästra Skåne, vilket i huvudsak är en rent praktiskt avgränsning men som även bör fungera effektivt för att minimera påverkan från makroekonomiska faktorer som ligger utanför omfattningen av vår studie. Med sydvästra Skåne avser vi kommunerna, Burlöv, Eslöv, Kävlinge, Lomma, Lund, Malmö, Staffanstorps, Svedala, Trelleborg och Vellinge. Vi har också valt att fokusera på fastighetsbolag med behov av långsiktig finansiering av ett stabilt bestånd. I praktiken innebär detta att huvudverksamheten är ägande, löpande förvaltning och drift av hyresfastigheter.

1.5 Målgrupp

Målgruppen för uppsatsen är akademiker inom finansieringsområdet, praktiker och beslutsfattare inom fastighetsbranschen samt den intresserade allmänheten. För att underlätta läsandet har vi försökt ge en relativt utförlig beskrivning av området men en grundläggande kunskap om finansiering är ändå att rekommendera.

2. Praktisk referensram

I detta kapitel redogör vi för regelverk och marknadsförutsättningarna för kommunala respektive privata fastighetsbolag.

2.1 Fastighetsbranschen

Fastighetsbranschen har i närtid varit föremål för ett antal förändringar i lagstiftning och är för tillfället i en fas där dessa förändringar ska omsättas i praktiken.

Den svenska fastighetsbranschen är idag uppdelad i privata fastighetsbolag, kommunala fastighetsbolag, statliga fastighetsbolag och stiftelser. Merparten av de privata bostadsföretagen ägs av familjer, större institutioner eller medlemmar av kooperativet (Borg och Lind, 2006). I den här uppsatsen använder vi ”Allmännyttan” eller allmännyttigt fastighetsbolag synonymt med kommunala fastighetsbolag.

2.2 Allmännyttan

Allmännyttan skapades för att bygga bort den bostadsbrist som fanns under andra världskriget och skulle erbjuda bostäder för alla till en låg kostnad. Under 90-talet hade många allmännyttiga bostadsföretag finansiella problem och var dåligt kapitaliserade, detta löstes bland annat genom försäljningar av fastigheter, dotterbolag och effektiviseringar. Historiskt har den svenska allmännyttan bestämt hyrorna på marknaden eftersom de privata hyrorna satts efter allmännyttans hyresnivå (Borg och Lind, 2006). Genom det svenska EU-medlemskapet aktualiserades frågan om det råder konkurrensneutralitet på bostadsmarknaden, kritik fördes fram av Europeiska Fastighetsägareunionen och Fastighetsägarna Sverige mot det statsstöd och den hyresnormerande roll som de kommunala bolagen åtnjöt (Borg och Lind, 2006). Statsstödet går stick i stäv med det syfte och ändamål som så väl Sveriges som EG:s konkurrensregler där tanken är att en effektiv konkurrens ska bidra till bättre användning av samhällets resurser

(Wetter, Karlsson, Rislund och Östman, 2004). De klagomål som framfördes har i stor utsträckning hörtsammats av de svenska lagstiftarna och nya lagar har drivits igenom till följd av detta. De kommunala bolagen ska således enligt lag numera drivas affärsmässigt och inte få någon hjälp från kommunen som ger dem konkurrensfördelar på exempelvis finansieringssidan gentemot privata bolag. Lind och Lundström (2011) beskriver sin syn på att agera affärsmässigt som:

Att agera affärsmässigt är att agera som ett långsiktigt privat företag skulle agera i motsvarande situation. Denna strävan efter så hög långsiktig vinst som möjligt genomsyrar företagets alla beslut: Exempelvis prissättning/hyressättning, vilka förvaltningsinsatser man gör och vilka investeringar och underhållsinsatser som görs i beståndet.

Ett liknande resonemang förs i Borg och Lind (2006):

Affärsmässighet är att arbeta så att man ser vilka intäkter man har, vad man kan göra av dessa intäkter, att därigenom uppnå ett bra förvaltningsresultat och få en bra avkastning. Det är då viktigt att analysera betalningsviljan ute på marknaden, vara operativ och få saker gjorda. Affärsmässighet behöver inte alltid handla om att man skall uppfylla de ekonomiska målen, utan de kan även kombineras med att man skall upprätta en social och ekologisk hållbarhet. Uppfylls dessa tre målsättningar och man samtidigt eftersträvar att följa ägarnas mål med företaget så fungerar verksamheten bra och man är affärsmässig.

Privata bostadsföretag strävar efter vinstmaximering, men allmännyttan har andra mål som att vara långsiktig och utveckla bostadsområden som betalar sig på längre sikt. Detta har enligt Borg och Lind (2006) inte privata bolag möjlighet till eftersom det inte är lönsamt enligt deras kalkyler. Privata bolag kan alltså inte vara lika långsiktiga men slipper vissa av de regelverk som gäller för kommunala bolag.

2.3 Lagstiftning privata fastighetsbolag

Privata fastighetsbolag kan drivas i valfri bolagsform vilka anges i svensk lag. Vid val av bolagsform är det precis som för andra bolag en rad aspekter att ta hänsyn till, både juridiskt och skattetekniskt. I den här uppsatsen behandlar vi företrädesvis aktiebolag. Aktiebolag regleras genom aktiebolagslagen (2005:551).

2.4 Lagstiftning kommunala fastighetsbolag

Som vi tidigare redogjort för har det riktats kritik mot den särställning som allmännyttiga fastighetsbolag åtnjuter i den svenska lagstiftningen. Det är mot bakgrund av den kritiken som regeringen tillsatte en utredning för att se över hur den svenska lagstiftningen ska se ut på området. I kommittédirektiven för utredningen kan man läsa att bostadspolitiken anses vara ett centralt område i välfärdspolitiken och att utredningens uppgift var att se över hur bostadspolitik kan bedrivas i Sverige inom ramen för EU-medlemskapet (Statens offentliga utredningar, 2008). I följande avsnitt redogör vi för hur de kommunala fastighetsbolagen regleras och de förändringar som skett till följd av utredningen.

I kommunallagen (1991:900) regleras alla kommunala angelägenheter och specifikt förklaras hur kommuner ska förhålla sig till ägande av kommunala bolag. I 3:16 § framgår att kommuner efter beslut av fullmäktige får lämna över vården av en kommunal angelägenhet för att drivas i bolagsform. Ett resultat av detta är att kommunala fastighetsbolag i regel drivs som allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag. Dessa bolag regleras från och med 2011-01-01 i lag genom "Lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag" (SFS 2010:879). I denna lagtext framgår det att:

I § Med allmännyttigt bostadsaktiebolag avses i denna lag ett aktiebolag som en kommun eller flera kommuner gemensamt har det bestämmande inflytande över och som i allmännyttigt syfte i sin verksamhet huvudsakligen förvaltar fastigheter i vilken bostadslägenheter upplåts mot hyresrätt, främjar bostadsförsörjningen i den eller de kommuner som är ägare till bolaget, och erbjuder hyresgästerna möjlighet till boendeinflytande och inflytande i bolaget.

I "Lag om allmännyttiga kommunala fastighetsbolag" (SFS 2010:879) framgår det även att bolaget ska bedriva verksamheten enligt affärsmässiga principer, trots kommunallagens (1991:300) inskränkningar på området. Vidare regleras i lagen vilken omfattning och under vilka förutsättningar värdeöverföringar får göras, det vill säga hur kommunen har möjlighet att flytta tillgångar från bolaget.

Vad det gäller kommunens, förvaltning av bolaget anges detta i Kommunallagens (1991:300) tredje kapitel:

17 § Om en kommun eller ett landsting med stöd av 16 § lämnar över vården av en kommunal angelägenhet till ett aktiebolag där kommunen eller landstinget direkt eller indirekt innehar samtliga aktier, skall fullmäktige

- 1. fastställa det kommunala ändamålet med verksamheten,*
- 2. utse samtliga styrelseledamöter,*
- 3. se till att fullmäktige får ta ställning innan sådana beslut i verksamheten som är av principiell beskaffenhet eller annars av större vikt fattas.*

Då kommunfullmäktige beslutat att driva bolaget i aktiebolagsform gäller sedan regelverket som återfinns i aktiebolagslagen (2005:551).

De kommunala fastighetsbolagen omfattas, till följd av det offentliga ägandet, även av lagen om offentligupphandling (2007:2091) som säger att bolagen måste följa ett upphandlingsförfarande vid större upphandlingar (J. Darte, personlig kommunikation, 25 mars, 2011).

2.5 Övriga förändringar i lagstiftningen

Utöver de regleringar som redan nämnts trädde "Lag om ändring i hyresförhandlingslagen (1978:304)" (SFS 2010:810) i kraft 2011-01-01. Innebörden av lagen är att de allmännyttiga kommunala bostadsbolagen framöver tappar sin hyresnormerande roll. Förändringar i hyresnivån ska nu istället förhandlas fram mellan hyresgästerna och fastighetsägaren.

2.6 Praktiska effekter av lagstiftningen

Den stora skillnaden mellan kommunala och privata fastighetsbolag är ägarmässig. De kommunala fastighetsbolagen ägs definitionsmässigt av en eller flera kommuner vilka i sin tur stöds av den svenska staten. Ägaren i ett aktiebolag utser också styrelsen i bolaget, i den mån politik påverkar tillsättningen av styrelse kan bolaget följaktligen påverkas att driva en viss strategi eller verksamhetsinriktning. Denna effekt begränsas något av ovan nämnda lagar.

Resultat från rapporten av Borg och Lind (2006) visar att 75% av de allmännyttiga bostadsföretagen har en helt politisk tillsatt styrelse och övriga 25% har en eller två opolitiskt tillsatta styrelsemedlemmar. En politisk tillsatt styrelse kan ha en del fördelar som exempelvis ett brett samhällsperspektiv och goda kunskaper om samhället. Men en politiskt tillsatt styrelse kan också leda till styrning som inte är förenlig med företagets bästa utan har sin bakgrund i de politiska åsikter som råder i kommunfullmäktige. Styrelsens kontinuitet är också osäker vid varje kommunalval eftersom styrelsen då kan bytas ut.

Att istället tillsätta styrelsemedlemmar som saknar politisk bakgrund kan ha vissa fördelar så som att dessa kan ha en expertkompetens, bransch eller sakkunskap vilken kan vara bra i större företag och underlätta styrelsens arbete (Kim, Nofsinger, och Mohr, 2010). Borg och Lind (2006) finner att:

Det som karaktäriserar en bra styrelse, enligt alla de tillfrågade, var att de skulle se till företagets bästa, vara stöttande i sin roll och ha ett kunnande inom bostadsbranschen. Dock var de privata bostadsföretagen villiga att gå mycket längre i sin specificering. Dessa nämnde ytterligare att styrelsen skulle se kritiskt på verksamheten och på VD samt ha erfarenhet av stora företag.

Lind och Lundström (2010) slår fast att det är en allmän uppfattning att offentligt ägda bolag kan låna till en lägre kostnad. Då de kommunala bolagen ofta har kommunal borgen och därmed, i förlängningen försäkras av staten, är det också rimligt att de kommunala bolagen kan dra nytta av detta (J. Darte, personlig kommunikation, 25 mars, 2011). Å andra sidan har privata bolag möjlighet att diversifiera sig bättre genom att äga fastigheter i olika delar av Sverige eller andra länder och på så sätt minska sin exponering mot förändringar i den allmänna ekonomiska situationen i den enskilda kommunen eller området. Den här typen av diversifiering beskrivs av Chaney och Hoesli (2010) vara önskvärd för fastighetsbolag. Kommunala fastighetsbolagen saknar denna möjlighet då det i kommunallagen (1991:300) framgår att kommuner endast har befogenhet att handla i sådana angelägenheter som har anknytning till kommunens område. Till de privata fastighetsbolagens fördel är också möjligheten att göra nyemission och då ta in kapital från nya ägare. Denna möjlighet är begränsad för kommunala bolag som inte kan bredda sin ägarbas på samma sätt.

Vad det gäller lagen om offentlig upphandling så är den enligt de kommunala bolagen dåligt anpassad till deras verksamhet och följs den urskilningslöst så leder det till kostnadsökningar, exempelvis inom nyproduktion (Borg och Lind, 2006). Detta försvagar de kommunala bolagens konkurrenskraft. Även offentlighetsprincipen upplevs som negativ för verksamheten och den begränsade utdelningsförmågan ses också som negativ. Borg och Lind (2006) anser att dessa lagar och regler riskerar att göra de kommunala bolagen alltför byråkratiska och ineffektiva som en följd av den tid som måste läggas på att åtfölja dem.

Borg och Lind (2006) kommer också fram till att kostnaderna ofta är högre i allmännyttiga bolag jämfört med privata och att det är mindre fokus på det ekonomiska resultatet. Dock utvecklas de allmännyttiga bolagen i rätt riktning och blir mer affärsmässiga och professionella. Allmännyttiga bostadsföretag har större fokus på det bostadssociala ansvaret men det är annars ingen större skillnad i den vardagliga verksamheten.

2.7 Redovisning av fastigheter

En redovisningstekniskregel som berör både privata och kommunala fastighetsbolag är redovisningen av fastigheternas värde. Grundprincipen för hur dessa bör redovisas bygger på anskaffningsvärden reducerade med avskrivningar (N. Sandell, personlig kommunikation, 28 februari, 2011). För noterade koncerner används IFRS, även onoterade koncerner får använda detta regelverk (Almström och Ivemyr, 2007). I IFRS framgår att dessa bolag även kan välja att använda verkligt värde för att redovisa sina förvaltningsfastigheter (Jansson och Mauritzon, 2005). Detta innebär i praktiken att en ren jämförelse av balansräkningar för fastighetsbolag riskerar att säga väldigt lite om företagens finansiella ställning eftersom merparten av tillgångarna inte är redovisade till verkliga värden.

2.8 Fastighetsinvesteringar

Fastigheter delas först in i bostäder eller icke-bostäder. Bostäder är byggnader där individer eller enskilda bor varaktigt. Icke-bostäder utgörs av fem kategorier: kommersiella, industriella, rekreations och institutionella fastigheter samt hotell och motell. Marknadshyran bestäms av vad

marknaden är beredd att betala för att utnyttja en byggnad eller del av byggnad, marknadshyran kan variera över byggnadens livstid med förändringar i utbud och efterfråga. Alla diskonterade framtida hyresintäkter bestämmer hur mycket byggnaden är värd och kan variera i stor grad (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 294-95).

Det finns flera olika sätt en investerare kan få avkastning genom att investera i fastigheter, viktigast är att efterfrågan på marknaden är tillräcklig för att täcka fastighetens kostnader men också för att tillhandahålla en stabil avkastning. Utvecklas efterfrågan gynnsamt stiger också värdet av fastigheten, den allmänna slutsatsen från studier är att fastigheter till viss del skyddar ägaren mot inflation (Chaney och Hoesli, 2010). För kommunala bolag skiljer sig enligt Borg och Lind (2006) finansieringen beroende på det kommunala bolagets ekonomiska situation, ett bolag med god ekonomi kan självfinansiera sin nyproduktion emedan bolag med sämre ekonomi finansierar runt 20% själva och lånar upp resten.

Gör ett kommunalt bolag olönsamma investeringar eller tar för dåligt betalt för sina bostäder så försämras de privata bolagens situation eftersom det inte är förenligt med konkurrens på lika villkor. Långsiktiga privata bolag borde inte göra investeringar som leder till förluster. Vidare kan kommunala bolag inte frångå kravet om affärsmässighet för att genomföra allmännyttigt lönsamma satsningar (Lind och Lundström, 2011). Det är ganska oklart vad affärsmässighet innebär och svårt att avgöra om de kommunala bolagen är mer eller mindre affärsmässiga än de privata bolagen, de kommunala bolagen har ju en del begränsningar och sociala mål att förhålla sig till (Borg och Lind, 2006). Ser man till den ekonomiska vinsten konstaterar Borg och Lind (2006) att privata företag presterar bättre men väger man in hur duktiga företagen är på att uppfylla ägarnas krav så är de kommunala företagen minst lika affärsmässiga. Det bör dock nämnas att affärsmässighet enligt SABO innebär att kommunen är skyldiga att ta ut en borgensavgift när de ställer kommunal borgen som säkerhet för bolagets krediter (SABO, 2011b). Enligt Nordlund och Lundström (2011) har de kommunala fastighetsbolagen blivit mer affärsmässiga och ökat sin soliditet. För att utvärdera sin verksamhet använder många kommunala bostadsföretag interna jämförelser mellan fastigheter och den historiska utvecklingen, externt är det svårt att jämföra sig mot de privata bolagen eftersom de inte redovisar allt externt. Därför jämför man sig mot SABOs branschstatistik över kommunala

bolag. Privata företag använder sig både av interna och externa nyckeltalsjämförelser, genom till exempel Svensk fastighetsindex benchmarkar man intäkter och kostnader (Borg och Lind 2006).

2.9 Verksamhetsrisker

Investeringar i fastigheter kan påverkas av flera olika faktorer och den största risken är affärsrisken, även kallad vakansrisken, det vill säga risken att inte kunna hyra ut utrymmet i fastigheten till följd av det ekonomiska läget. Affärsrisken kan påverkas av en rad faktorer, exempelvis vilken population av hyresgäster man har och hur den geografiska diversifieringen ser ut. En annan risk är operationell- och ledningsrisk, vilken beror på hur bra ledningen är på att sköta bolaget effektivt och anpassa verksamheten för att svara på marknadsförändringar. Utöver dessa risker finns också juridiska och miljörisker (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 330-38). Om fastigheternas avkastning på kort och lång sikt inte täcker ränte- och amorteringsbetalningar samt ger förräntning på eget kapital leder detta till negativa kassaflöden. Detta kan påverka fastighetsbolagets möjligheter att refinansiera lån eller leda till överträdelser av uppsatta krav och covenant från långivarna. Brytning av covenant kan resultera i höjda kostnader eller uppsagda krediter. Negativa kassaflöden kan vara en följd av ovan nämnda verksamhetsrisker eller vara kopplat till finansiella risker, vilka vi behandlar i den teoretiska referensramen (Nordlund och Lundström, 2011).

2.10 Säkerheter

Vid utlåning kräver i regel kreditinstitut att låntagaren ställer tillfredsställande säkerheter för krediterna. Genom att göra på detta sätt förbättrar långivaren sina chanser att återvinna kapitalet om kredittagaren kommer på obestånd (Lennander, 2006, s. 15). Kvaliteten på de ställda säkerheterna är avgörande för villkoren vid finansiering.

Pantbrev

Pantbrev i fastigheter är en vanligt förekommande säkerhet som innebär att en fastighet ställs som säkerhet. Pantbrev anses som en god säkerhet i områden med en stabil fastighetsmarknad och används flitigt vid finansiering av privatpersoners bostadsköp. Med tanke på att fastighetsbolagens tillgångar främst utgörs av fastigheter blir möjligheten att använda pantbrev central. För att registrera ett pantbrev tar Lantmäteriet ut en avgift om två procent på pantbrevsbeloppet (Lantmäteriet, 2011). Registrerade pantbrev kan återanvändas för framtida krediter.

Borgen

Borgen innebär att någon annan än kredittagaren förbinder sig att infria kredittagarens åtagande. En vanligt förekommande form av borgen är så kallad proprieborgen vilket innebär att borgenären svarar för åtagandena såsom för egen skuld. I praktiken innebär det att kreditgivaren kan kräva borgenären direkt utan att först ha försökt kräva kredittagaren (Lennander, 2006, s. 42). Statlig eller kommunalborgen ses som en mycket god säkerhet (J. Darte, personlig kommunikation, 25 mars, 2011).

2.11 Finansieringsinstitut

I det här avsnittet beskriver vi de finansieringsinstitut som erbjuder tjänster till bolag i fastighetsbranschen. Vi redogör också för vilka finansieringskällor kommunala respektive privata fastighetsbolag normalt använder sig av.

Banker

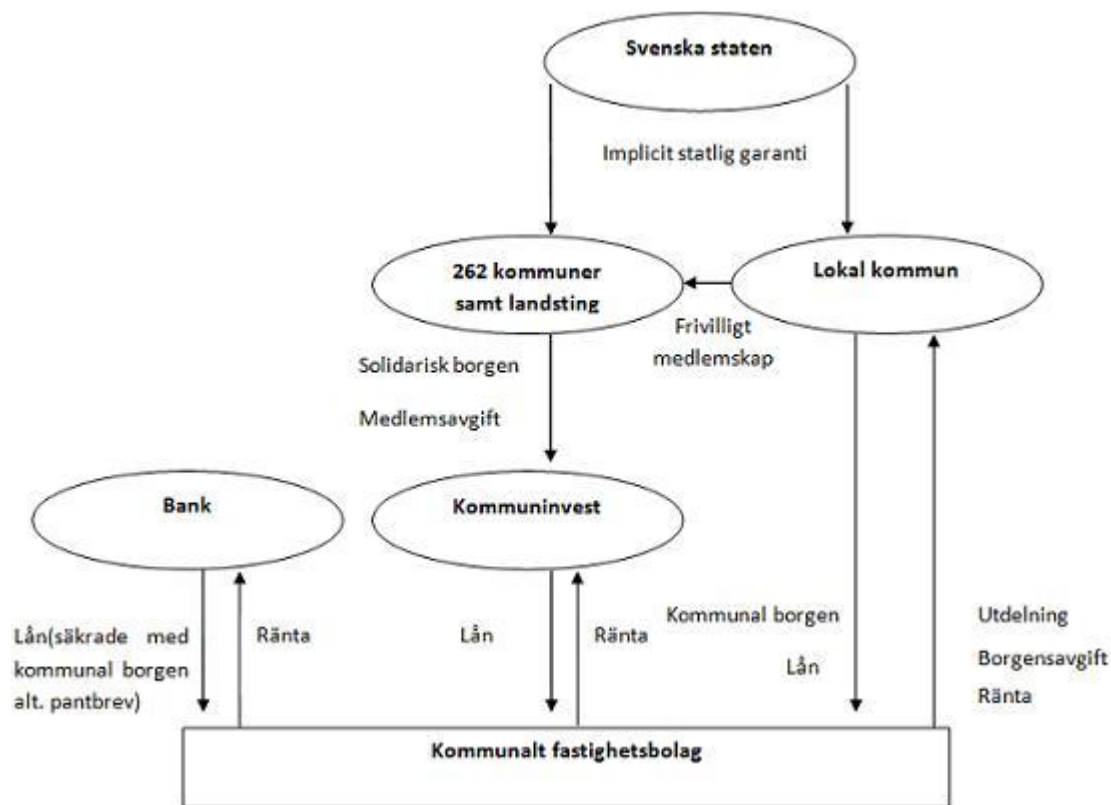
De traditionella bankerna utgör en stor del av finansieringsinstituten. I Sverige finns det fyra stycken så kallade storbanker, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank som dominerar den svenska bankmarknaden (Svenska Bankföreningen, 2011). Det finns även mindre banker samt utländska banker som verkar på den svenska marknaden.

Kommuninvest

Finansieringsinstitutet Kommuninvest är en konstruktion som är väsentlig för många kommunala fastighetsbolags finansiering. Precis som bankerna verkar Kommuninvest på de finansiella marknaderna. Det som särskiljer Kommuninvest från de traditionella bankerna är att verksamheten drivs som en ekonomisk förening där endast kommuner och landsting har rätt att bli medlemmar och därigenom de enda som kan få tillgång till de finansieringsmöjligheter som Kommuninvest erbjuder. För att kunna verka på de finansiella marknaderna har Kommuninvest en lösning där medlemmarna investerar ett grundkapital i bolaget. Man har även bildat ett kreditmarknadsbolag, vilket samtliga medlemmar går i obegränsad solidarisk borgen för (Kommuninvest, 2011a). Idag finns det 261 medlemmar i Kommuninvest vilket tillsammans med den solidariska borgen medfört att bolaget är finansiellt starkt, vilket reflekteras i att Kommuninvest är det enda bolag i Sverige som har fått trippel-A rating av både Moody's och Standard & Poor's (Kommuninvest, 2011b).

Finansieringskällor kommunala fastighetsbolag

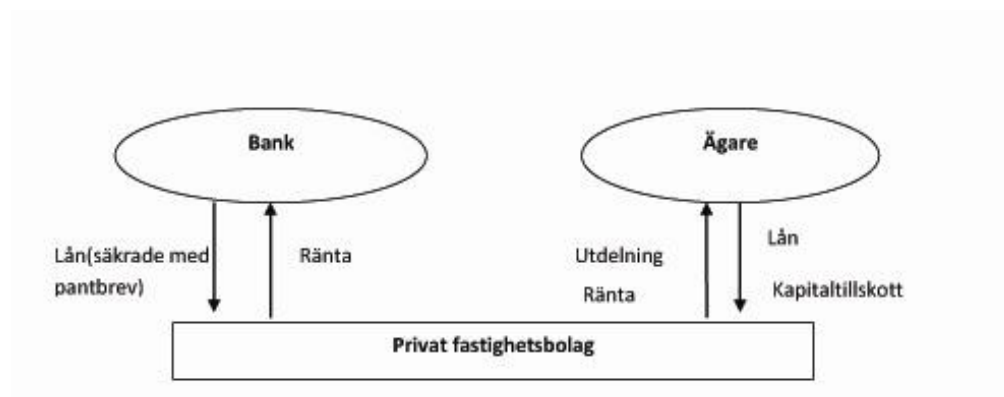
Kommunala fastighetsbolag har ett antal finansieringsalternativ att välja på. De grundläggande alternativen är traditionella banker, Kommuninvest och lån från den lokala kommunen. Som säkerhet för krediterna kan de ställa antingen en kommunal borgen eller pantbrev i fastigheter. För den kommunala borgen betalar bolaget en borgensavgift. Ovanstående illustreras i figur 1.



Figur 1: Grundläggande finansieringsalternativ för ett kommunalt fastighetsbolag består förutom av vanliga banker också av den lokala kommunen samt Kommuninvest. Bilden visar även den borgensförpliktelse kommunerna kan ställa för de kommunala fastighetsbolagens räkning (Baserad på Kommuninvest, 2011c).

Finansieringskällor privata fastighetsbolag

Finansieringsalternativen för privata fastighetsbolag är inte lika många som för de kommunala fastighetsbolagen. I figur 2 visas de grundläggande möjligheterna för ett privat fastighetsbolag.



Figur 2: Grundläggande finansieringsalternativ för ett privat fastighetsbolag (Källa: egen).

3. Teoretisk referensram

I detta kapitel redogör vi för relevanta teorier inom kapitalstruktur, finansiering och finansiell riskhantering. Vidare applicerar vi löpande dessa teorier på fastighetsbranschen.

3.1 Teoriområde

Teoriområdet i denna uppsats är i huvudsak kapitalstruktur, finansieringsteori och finansiell riskhantering. I anslutning till detta används även, i den mån det är befogat, teorier kring finansiella instrument.

3.2 Teoribakgrund

Enligt Modigliani och Millers(1958) grundläggande antagande spelar det ingen roll för firmans värde om man väljer att finansiera sig med eget kapital eller skulder, detta gäller dock i en värld utan bland annat skatter och transaktionskostnader och verkligheten ser som bekant annorlunda ut. Skatten kan till exempel minimeras genom skatteskölden eftersom räntekostnader dras från resultatet innan skatt och det beskattningsbara resultatet blir därmed mindre. Skulle andelen eget kapital däremot vara hundra procent kan ägarna ej dra av någon räntekostnad och en större del av företagets kassaflöden kommer då staten tillgodo istället för dess intressenter. Å andra sidan motverkas de positiva effekterna från skuldsättning genom att skatteskölden förloras vid konkurs (Jensen och Smith, 1984, s.14). Skuldsättning ökar också sannolikheten för konkurs och konkurskostnader, den optimala skuldsättningsgraden infaller således när fördelen från skuldsättningen precis motsvarar ökningen av konkurskostnaden (Jensen och Smith, 1984, s. 15).

3.3 Kapitalstruktur

Företag kan finansiera sig på olika sätt, internt med kassaflöden från den löpande verksamheten, lån av pengar eller som en sista utväg välja att ta in nytt aktieägarkapital från marknaden. Myers och Majlufs (1984) Pecking Order teori på för- och nackdelar med alla dessa sätt att finansiera sig. Genom internfinansiering med egna medel så ger man på grund av asymmetrisk information en signal till investerare att företaget besitter värdefulla projekt, vilket leder till en uppvärdering, detta förhindrar även ägarspridning, vinstdelning och röstspridning. Om företaget väljer att finansiera sig externt så är det fördelaktigt att långgivare hanterar information konfidentiellt och inte sprider information om företagens projekt vidare. Detta kan leda till en mer korrekt prissättning av finansieringen. Därefter föredras olika konverteringslån som med tiden kan övergå till ägande. Sist väljer företag att finansiera sig genom att sälja andelar i företaget genom exempelvis nyemission. Detta ses ofta som en negativ signal från företaget då man inte skulle sälja ägarandelar om företaget inte var övervärderat. Utgivning av ägarandelar leder också till ägarspridning, vinstdelning och röstspridning (Higgins, 2009, s. 161ff). Transaktionskostnaden är lägst för internfinansiering och högst vid externfinansiering (Higgins, 2009, s. 176-177).

Aktieägare har ett anspråk på firmans kassaflöden efter att firman betalat sina övriga åtaganden och detta anspråk kan ses som en köption på firmans tillgångar (Culp, 2006, s. 8ff). Ägarna bär den största risken eftersom de vid en eventuell konkurs är lägst prioriterade. De får betalning från företaget först efter att alla andra intressenter, som anställda med löneanspråk och långgivare, fått sin andel. Därför kräver de också generellt en högre avkastning än långgivare (Enz och Ravara, 2005). Ägarkapital leder också som nämnts ovan till en högre total beskattning av bolaget jämfört med om bolaget skulle vara delvis skuldfinansierat. Dock är kapitalinjektioner från ägarna ofta den enda finansieringsform som finns att tillgå för mindre, nystartade bolag på grund av den höga risken hos dessa. För fastighetsbolag är det ändå, tack vare pantställda i de relativt prisstabila fastighetstillgångarna ganska lätt att tidigt få tillgång till lån. Lån har tillskillnad från ägarandelar en angiven maximal återbetalning men långgivarna tar också en lägre risk eftersom de har rätt att få sina krav tillgodosedda innan aktieägarna. Lån har också normalt en löptid, varefter de måste återbetalas eller refinansieras. Ett lån kan från långgivarens sida ses som en kombination av ett riskfritt lån och en kort säljoption, där långgivaren är garanterad

återbetalning så länge företagets tillgångar överstiger det totala lånebeloppet. Återbetalningen minskar i takt med att företagets tillgångar sjunker under dess "default barrier" (Hull, Nelken och White, 2004).

3.4 Finansiering inom fastighetsbranschen

Fastighetsinvesteringar kräver mycket kapital och är således en mycket kapitalintensiv bransch (Selling och Stickney, 1989; J. Darte, personlig kommunikation, 25 mars, 2011; Tirole, 2006, s. 98) och det vanligaste sättet att finansiera sig inom fastighetsbranschen är en kombination av eget kapital och lån. Den höga kapitalintensiteten medför att inträdesbarriärerna är höga och det är vanligt med en hög skuldsättningsgrad. De höga inträdesbarriärerna gör marginalerna inom fastighetsbranschen höga och den höga skuldsättningsgraden medför att investeringar tar lång tid att räkna hem. Skuldsättningen är en kapacitetsbegränsning och för att vara så effektiva som möjligt bör fastighetsbolag öka sin marginal så att de kan låna mer, växa och förbättra stordriftsfördelarna. På detta sätt kan de fördela sina omkostnader över fler fastigheter. Marginalen för fastighetsbolag kan förbättras genom åtgärder som är kvalitetshöjande och som åtföljs av hyreshöjningar eller försäljningar till en premie. Fastighetsbolag tenderar också att vara mycket känsliga för upp och nedgångar i efterfrågan eftersom de oavsett rådande marknadsefterfråga har en stor andel fasta kostnader som kapitalkostnad, underhåll och avskrivningar. Företag med stor andel fasta kostnader har därav en stor "operationell hävstång" vilket ger dem en hög varians i avkastningen på sina tillgångar (Selling och Stickney, 1989).

Genom att använda sig av lånefinansiering så kan fastighetsköparen minimera skatten och få en finansiell hävstång. Låntagaren får en finansiell hävstång när avkastningen från den köpta tillgången överstiger kostnaderna för att finansiera investeringen, ju större hävstång med positivt netto desto större blir låntagarens avkastning. Den stigande avkastningen följs åt av en stigande risk och den finansiella hävstången förstärker således både vinster och förluster. Ökande risk höjer även räntan på ytterligare lånevolym. Det blir upp till investeraren att avgöra om den högre avkastningen är värd en högre risk (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 392-403).

En hög skuldsättningsgrad gör valet av skuldform och långgivare ännu viktigare än för övriga företag. Skuldformerna man kan välja mellan är banklån, lån av institutioner som

försäkringsföretag, publik utgivning av företagsobligationer och leverantörsskulder (Ogden, Jen och O'Connor, 2003). Därefter måste man välja löptid på lånet och avgöra hur mycket kontroll långivarna ska få genom covenant. Företaget kan också välja att lämna säkerheter i sina tillgångar och bestämma de olika långivarnas prioritet vid konkurs (Tirole, 2006, s. 98). Löptider på lån varierar med den typ av tillgång man vill finansiera och lån med långa löptider används ofta för att finansiera värdebeständiga tillgångar såsom fastigheter (Tirole, 2006, s. 88). För att skydda sig mot plötsliga kapitalbehov kan företag välja att ligga med större likviditet än vad som är optimalt eller skaffa en checkkredit hos en bank (Tirole, 2006, s. 201).

Sett ur finansiella investerares perspektiv kan fastighetsbranschen vara mycket attraktiv. Chaney och Hoesli (2010) har studerat hur räntekänsliga fastigheter är och kommer fram till att fastighetsinvesteringar är mindre räntekänsliga än andra tillgångar med samma genomsnittliga nominella tillväxt i kassaflöden.

3.5 Räntenivå och lånekostnad

Räntenivån på fastighetslån bestäms av flera olika faktorer, störst påverkan har efterfråge- och tillgångssituationen på marknaden. Efterfrågan på kapital för fastighetslån bestäms i sin tur av efterfrågan på bostäder, vilket beror på en rad olika faktorer som inkomstnivå, ålder, räntenivå med mera hos befolkningen. Utbudet å andra sidan bestäms av vilken kostnad långivare kan skaffa kapital till från sparare, administrations kostnader, låneförluster och förluster vid utmätningar. Långivare överväger också andra tillgängliga investeringsalternativ och deras risker, utifrån detta bestäms sedan hur mycket kapital som allokeras till fastighetslån (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 106). Den reala räntan bestäms alltså av hur mycket ersättning långivarna kräver i utbyte för att avstå från konsumtion idag. Den nominella räntenivån består av den reala räntan samt ett påslag för förväntad framtida inflation under låneperioden (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 106-108).

Titman, Tompaidis och Tsyplakov (2005) konstaterar att räntespreaden är större på enskilda lån för fastigheter med goda möjligheter till förbättringar. Räntespreaden blir enligt dem också högre för fastigheter med en hög nettointäkt i förhållande till fastighetsvärde. De finner även att stora lån i förhållande till tillgångsvärde i genomsnitt resulterar i en högre räntespread.

Vidare följer att högre driftintäkter gör det möjligt att belåna fastigheten ytterligare på grund av den bättre återbetalningsförmågan. En annan slutsats de drar är att säkrare fastighetstillgångar har en högre skuldsättningsgrad och lägre amorteringstakt än mer riskfyllda fastigheter. De mer riskfyllda fastigheterna har också kortare löptider på lån för att skydda långivaren. En annan slutsats är att räntespreaden på fastighetslån påverkas av fastighetsmarknadens historiska utveckling.

3.5.1 Rörliga lån

Räntenivån på rörliga lån bestäms av en underliggande indexränta. Lånet uppdateras löpande mot indexräntan och räntan baseras därmed på förväntad framtida inflation vid varje uppdatering av räntenivån. Detta reducerar problemet vid bundna lån då långivaren själv behöver estimeras förväntad inflation, räntenivå och prisnivåer för att korrekt kunna prissätta lånet. (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 160). Långivaren kan dock, om det sker hastiga rörelser i marknadsräntor kortsiktigt gå miste om uppgångar i räntenivån. Eftersom långivaren tar en lägre risk vid utlåning till rörlig ränta så måste låntagaren bära en högre risk, vilket denne kompenseras för med en lägre ränta. På grund av den lägre risknivån för långivaren medför utlåning till rörlig ränta även en generellt sett lägre räntenivå över den totala låneperioden jämfört med utlåning till fast ränta. Risken att låntagaren inte klarar av sina åtaganden ökar dock med ett rörligt lån eftersom kostnaden för ett rörligt lån är svårare att förutse.

Rörliga lån kan ha en rad olika upplägg. Det som kan variera är dels den initiala räntan som långivaren utgår från, vilken bestäms av långivarens prissättning och marknadssituationen vid tidpunkten för lånet. Vidare kan olika index användas som bas, exempelvis STIBOR, vilken är den ränta bankerna betalar när de lånar av varandra (Riksbanken, 2011b). Även räntejusteringstillfällena varierar och justeras med olika intervall, räntan kan justeras så ofta som varje månad eller vart femte år. Finansieringsinstitutens marginaler, det vill säga tillägget från den underliggande räntan, varierar. För att reglera kostnader kan begränsningar som räntetak (caps) och räntegolv (floors) användas. Innebörden av caps är att räntenivån till kund inte får överstiga en förutbestämd nivå. Floors innebär ett räntegolv som effektivt hindrar räntenivån från att falla under en viss nivå och garanterar långivaren en viss ränta. En annan företeelse är så kallad negativ amortering vilken sker när summan av indexnivån och marginalnivån överstiger

ett visst räntetak eller skulle resultera i betalningar som överstiger ett betalningstak. När detta sker adderas skillnaden i ränta till det totala utestående lånebeloppet. Förtidsbetalning av lån kan tillåtas eller inte tillåtas. Hur detta upplägg ser ut för det individuella lånet påverkar tillsammans med lånets storlek kostnaden för låntagaren. Även om en del risk flyttas till låntagaren så skapar vissa av egenskaperna som beskrivits ovan nya risker för långivaren, genom att låntagaren tar ränterisken så ökar också kreditrisken då ökningarna i räntan kan leda till stora ökningarna av utgifter för låntagaren i relation till inkomsten. Negativ amortering kan öka lånevolymen över värdet på tillgångarna som utgör säkerhet för lånet. Valet av rörlig ränta beror på om låntagaren är beredd att utsätta sig för en större ränterisk i utbyte mot att betala en lägre riskpremie (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 162-68).

För att göra en korrekt initial prissättning av ett rörligt lån kan man använda sig av de framtida ränteförväntningarna som implicit finns i yield-kurvan och med hjälp av räntan för lån med varierande löptid räkna ut en forward-rate. Detta kräver dock att man ignorerar optionsfördelar samt det faktum att placerare måste matcha tillgångar med skulder som har samma löptider och att efterfrågan då kan vara större på lån med en specifik löptid än andra (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 172-75). Enligt Smith (1987) är det mer fördelaktigt att välja en rörlig ränta när spreaden mellan fast ränta och rörlig ränta är stor och om låntagaren har en låg riskaversion. Idag är trenden att fler företag inom fastighetsbranschen finansierar sig kort (Nordlund och Lundström, 2011). Med höga belåningsgrader är räntebindningstiden en risk, både för enskilda bolag och den finansiella stabiliteten eftersom korta räntebindningstider kan leda till att företag får problem om räntan stiger (Nordlund och Lundström, 2011).

3.5.2 Bundna lån

Till skillnad från rörliga lån är bundna lån fixerade vid en viss ränta och de påverkas således inte av fluktuationer i marknadsräntor. Dock kan värdet på bundna lån variera med marknadsräntan, om marknadsräntan stiger så ökar lånets värde eftersom låntagaren då har en mer fördelaktig position än om denne skulle refinansiera lånet. För långivaren är förhållandet det omvända och när marknadsräntan stiger så går långivaren miste om skillnaden mellan lånets ränta och marknadsräntan. Här tar alltså långivaren en större risk än vid utlåning till rörlig ränta. Bundna lån prissätts genom förväntningar om framtida inflation, vilka med tanke på bundna låns karaktär

med längre löptider blir svårare att uppskatta än framtida inflation för rörliga lån med kortare estimeringshorisont. Kreditrisken blir också svårare att bedöma vid bundna lån eftersom att det är större sannolikhet att en låntagare inte har råd att betala sina åtaganden eller drabbas av tillgångsvärdefall ju längre löptiden på ett lån sträcker sig. Bundna lån medför även att förtidsbetalningsrisken ökar i de fall det finns klausuler om förtidslösen. Om marknadsräntan sjunker så kan låntagaren då välja att återbetala lånet och på så vis undvika högre räntekostnader än marknadsräntan (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 107-110). Dock kan långivaren vid förtidsbetalning ta ut ränteskillnadsersättning av kredittagaren för återstående tid om förbehåll gjorts om detta i avtalet, vilket reducerar förtidsbetalningsrisken väsentligt. Ovan nämnda risker leder till att långivaren vid fast utlåning tar en större risk jämfört med utlåning till rörlig ränta. Därmed blir också den premie som långivaren kräver större och lånet är över tiden därför dyrare för låntagaren men reducerar också mycket av osäkerheten för denne, vilket kan ha ett värde i sig. Den stora skillnaden mot rörliga lån är alltså att låntagaren eliminerar sin ränterisk under lånets löptid, vad man dock ska komma ihåg är att låntagaren ändå är utsatt för en viss ränterisk eftersom lånet ofta måste refinansieras när lånets löptid är slut. Smith (1987) anser att man som låntagare bör välja fast ränta när räntespreaden är låg alternativt om man är mycket riskavers.

3.6 Finansiella risker

Nedan behandlade risker bidrar samtliga till att höja räntan genom den premie långivaren kräver som kompensation för den ökade risken (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 108).

3.6.1 Inflationsrisk

Inflationsrisk uppstår när inkomster från en fastighet inte växer i samma takt som inflationen vilket reducerar fastighetens reala värde. Normalt sett är inflationsrisken låg för fastigheter men den tenderar att öka i perioder med låg efterfrågan.

3.6.2 Marknadsrisk

Marknadsrisk är risken för förändringar av marknadspriser, det kan exempelvis röra sig om ändringar av riksbankens reporänta som slår igenom som ökade finansieringskostnader för ett rörligt lån eller förändringar av fastighetspriser vilket kan påverka resultat och kassaflöden vid köp och försäljning av fastigheter. Räntenivån påverkar också värdet av alla investeringar genom att en högre ränta ökar avkastningskraven på investeringen och således sänker värdet på densamma. Eftersom fastigheter tenderar att vara högt belånade påverkas deras värde i stor utsträckning av räntenivån, även om ägaren har ett fast lån så beror det fasta lånets värde på räntenivån. Fastighetens värde påverkas i sin tur av vad köpare är beredda att betala för liknande fastigheter, vilka blir dyrare att finansiera med en högre ränta (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 330-31). Fallande tillgångsvärden kan leda till att lån med svag säkerhet saknar täckning när det är tid att refinansiera dessa lån (Nordlund och Lundström, 2011). Ränterisk är alltså en typ av marknadsrisk som är kopplad till osäkerheten kring framtida inflation vid lånetillfället. Denna risk är för långivaren störst för lån till bunden ränta och med långa löptider eftersom osäkerheten kring den framtida inflationen då är större. Riskerna är å andra sidan mindre för låntagare. Detta beror dels på att de tjänar på att ha en lägre ränta än marknadsräntan om denna stiger och dels på att de dessutom ofta har möjligheten att refinansiera sina lån och återbetala det bundna lånet för att på så sätt få en lägre lånekostnad om marknadsräntan sjunker (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 153). Förtidsbetalningsrisken beror på ränterisken och kan för långivaren vara allvarlig om räntenivån sjunker och låntagaren då väljer att återbetala ett lån i förtid eftersom ny utlåning i ett sådant marknadsläge sannolikt kommer att generera en lägre ränta (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 109). Marknadsrisken utgör grunden för riskbedömning för företag, individer och stater på så väl en övergripande som en individuell nivå (Gray och Malone, 2008).

3.6.3 Finansieringsrisk

Finansieringsrisk uppstår när likvida medel och kassaflöde inte kan täcka företagets utgifter. Denna typ av risk beskrivs bland andra av Culp (2001, s. 419) och består i att företag kan tvingas låna upp pengar under ofördelaktiga förhållanden för att kunna täcka sitt behov av kapital för att driva normala affärsaktiviteter. Finansieringsrisk är alltså en alltför låg nivå av likvida medel och

uppstår ofta till följd av förändringar i olika marknadspriser vilket påverkar företagets exponering och positioner. Finansieringsrisken ökar i takt med belåningsgraden och påverkar således även affärsrisken genom hävstångseffekten belåning medför.

3.6.4 Marknadslikviditetsrisk

Hög volatilitet i marknadspriser för ett visst instrument eller tillgång kan påverka värdet negativt eftersom det kan leda till låg eller reducerad handel när ingen part vill ta en motsatt position, vilket gör det omöjligt för ägaren att sälja tillgången till ett acceptabelt pris. Fastigheter kan bli mycket illikvida om marknadsvärdet snabbt sjunker och det saknas köpare (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 108).

3.6.5 Kredit eller konkursrisk

Risken att en låntagare eller kund inte klarar av att betala sina åtaganden, ränta eller förfallobelopp i tid kallas för kreditrisk eller konkursrisk och kan uppstå som en följd av minskade intäkter eller tillgångsvärden (Bruggeman och Fisher, 1993, s. 108).

3.7 Hedging

För riskhantering kan företag använda sig av hedging, vilket innebär att man skyddar sig mot förändringar på kapital- eller växelkursmarknaden eller andra prisförändringar (Higgins, 2009, s. 188ff). Det är omdiskuterat huruvida företag faktiskt hedgar och skyddar sig mot marknadsförändringar eller bara försöker optimera tidpunkten de agerar på marknaden (Antoniou, Zhao och Zhou, 2009). Den traditionella hedging teorin har haft fokus på användningen av derivatprodukter, men har ignorerat det faktum att företag också kan hedga sig genom att använda olika former av skulder, exempelvis kan ett företag med en positiv räntexponering (vinster som stiger när räntenivån stiger) ta ett bundet lån med negativ räntebindning och på så sätt eliminera sin räntexponering eller känslighet utan att använda derivat (Antoniou, Zhao och Zhou, 2009). Det är också svårt att avgöra om företag som använder derivat har lägre varians i exempelvis kassaflöden och om detta är ett resultat av hedging strategier. Alternativt kan de ha ett mer övergripande fokus på risk, även inom den operativa-

och investeringsverksamheten än de företag som inte hedgar sig med derivat (Balsam och Kim, 2001). Fastighetsbolag är flitiga användare av räntederivat, detta för att reducera problemet med att ränteförändringar sker snabbare än det är möjligt att förändra hyresintäkterna. Detta resulterar enligt Bartram (2002) i lägre företagsvärden inom fastighetsbranschen än inom mer snabbjusterande branscher. I relation till detta hävdar Chaney och Hoesli (2010) att fastigheter har en "egen-hedge" då kassaflödet tenderar att utvecklas i samma riktning som räntan, vilket bidrar till en lägre räntekänslighet hos fastigheter än andra liknande tillgångar med samma genomsnittliga kassaflödestillväxt.

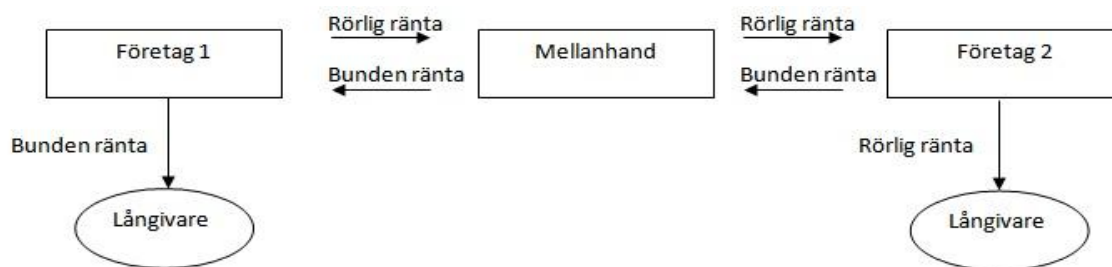
Det finns en omfattande litteratur som tar upp fördelarna med hedging, vilka innefattar mer stabila kassaflöden, fördelar med att undvika en konvex skattestruktur som premierar företag med stabila resultat, att riskhantering kan leda till kostnadsbesparingar som är större än konkurskostnaderna och att informationsasymmetrin kan reduceras genom hedging (Antoniou, Zhao och Zhou, 2009). Med derivat kan företag hedga sig mot specifika finansiella risker och derivat baserad hedging möjliggör snabba beslut och agerande. Derivat användning kan även ge företag möjlighet att belåna sig högre (Lambert och Burnand, 2002).

Mer aktuell forskning inom området har dock funnit att marknadstidsanpassning spelar en större roll för företagen än riskhanteringen. Detta indikerar att företag i första hand försöker minimera sina finansieringskostnader genom att skuldsätta sig när det är som mest effektivt och att beslutsfattarna tror att de kan pricka in den mest fördelaktiga marknadstidpunkten (Antoniou, Zhao och Zhou, 2009). Faulkender (2005) kommer fram till liknande resultat och visar att oavsett om firman har en negativ eller positiv ränteexponering påverkas inte typen av räntelösning de väljer, bunden eller rörlig. Vad som istället utgör den avgörande faktorn för när man tar upp lån är skillnaden i spread på korta och långa obligationer. När yield kurvan stiger så blir företag mer benägna att ta rörliga lån och bli exponerade mot den rörliga räntan för att på så sätt minska sina korta räntekostnader och lämna bättre kvartalsrapporter, vilket överensstämmer med företagsledningens ersättningssystem med fokus på kortsiktiga prestationer. Faulkender (2005) konstaterar också att när den ekonomiska omvärldssituationen förvärras tenderar företagen i större utsträckning att välja bunden ränta. Detta kan vara en åtgärd för att minimera riskexponeringen, dock är skillnaden i spread även under sådana marknadssituationer den viktigaste faktorn för när man företag väljer att ta upp lån. Det är alltså i slutändan den

kortsiktiga kapitalkostnaden och de framtida utsikterna för ränteutvecklingen som avgör när och vilken exponering ett företag väljer.

Covitz och Sharpe (2005) finner att mindre företag (mindre än en miljard dollar i tillgångar) i större utsträckning använder sig av rörliga lån, vilka görs om till bundna med ränteswap avtal för att hantera sin ränterisk emedan större företag hanterar ränterisken genom att anpassa sin kapitalstruktur till en större andel bundna lån. Covitz och Sharpes (2005) resultat kan relateras till Faulkender (2005) som anser att lånemarknaden är uppdelad beroende på företagsstorlek. Mindre företag lånar i större utsträckning från banker på grund av den relativt höga kostnaden de har för att använda mer avancerade finansiella lösningar. Detta medför att de också i större utsträckning, initialt använder sig av den finansiella lösning deras motpart erbjuder.

Ett vanligt förekommande derivatinstrument inom fastighetsbranschen är ränteswappen. En ränteswap är en option som möjliggör byte av räntebetalningar mellan två parter och kan handlas genom en finansiell mellanhand eller direkt mellan parterna (Balsam och Kim, 2001). Figur 3 illustrerar betalningsströmmarna för en ränteswap. Användning av swappar kan leda till en bättre matchning av räntebasen för tillgångar och skulder. Rent praktiskt går det till så att parterna utväxlar skillnader i räntebelopp vid fullgörandedatum till varandra eller den finansiella mellanhanden (Andersen, 2006, s. 215). De olika parternas åtaganden är begränsade till den finansiella mellanhanden och denne tar alltså på sig hela motpartsrisken i samband med transaktionen. Ibland tas en avgift ut för detta i form av procent av transaktionsbeloppet eller en spread på räntan för att ersätta mellanhanden för dennes mäklertjänster och motpartsrisk. Enligt Balsam och Kim (2001) används ränteswappar som byter rörlig ränta till bunden för att reducera risk. De finner också att företag som använder swappar är större och högre belånade än de företag som inte använder swappar.



Figur 3: Betalningsflöden för ränteswap, utbyte av betalningsströmmar mellan två parter och en mellanhand. (Baserad på Andersen, 2006, s. 215).

4. Metod

I detta kapitel redogör vi för hur vi kommit fram till vår problemställning och tillvägagångssättet vi valt för att angripa problemställningen.

4.1 Utarbetande av problemformulering

Vår utgångspunkt för uppsatsen var det problem-tema vi blev tilldelade av Handelsbanken, "Vinstmaximering eller riskoptimering". Efter diskussioner med vår handledare på Handelsbanken, Jonas Darte, bestämde vi oss för att applicera detta problem på fastighetsbranschen och mer specifikt undersöka hur finansieringsförutsättningarna skiljer sig åt mellan kommunala och privata fastighetsbolag. Efter att vi genomfört våra intervjuer preciserade vi problemformuleringen ytterligare till finansiellt risktagande då vi upptäckte att detta var ett mer intressant perspektiv givet vårt empiriska material. Detta tillvägagångssätt är konsistent med Backmans (1998, s. 50) beskrivning av den kvalitativa forskningsprocessen där forskaren omarbetar problemformuleringen efter hand som arbetet fortskrider.

4.2 Val av metod

För att skapa oss en överblick och utreda hur beslutsfattarna resonerar kring sina finansieringsbeslut och djupare förstå företagens förutsättningar för att hantera finansiella risker kom vi fram till att det var bäst att använda ett kvalitativt tillvägagångssätt med intervjuer. Detta tillvägagångssätt motiveras också av det faktum att det är svårt att överblicka finansieringen och användningen av derivat genom företagens rapporter som sällan innehåller fullständig information, exempelvis vad det gäller fastighetsvärden. Samma slutsats drar Nordlund och Lundström (2011) då de konstaterar att transparensen inom den finansiella rapporteringen i fastighetsbranschen kan ifrågasättas. Vi genomförde fem intervjuer med kommunala

fastighetsbolag och fem intervjuer med privata fastighetsbolag. För att få bankperspektivet på utlåning till fastighetsbolag intervjuade vi även en banktjänsteman.

4.3 Val av fallföretag och intervjupersoner

Samtliga intervjuer genomfördes under februari och mars 2011. Företrädaren för bolagen som vi intervjuat är i de flesta fall VD för bolaget i fråga, men i de fall då denne ansåg att någon annan var mer lämpad är det denna person vi intervjuat. För att hitta bolagen har vi använt oss av bolagsdatabasen Retriever Business, vilken rekommenderades av Ekonomihögskolan i Lunds bibliotekarie, Bitte Holm (2011), i samband med introduktionsföreläsningen till examensarbetet. Grundstommen för Retriever Business material utgörs av den dokumentation som svenska aktiebolag är skyldiga att årligen skicka in till Bolagsverket. Informationen har sedan kompletterats med den information som SCB, Skatteverket och UC tillhandahåller om bolaget (Retriever Sverige AB, 2009). Valet att använda Retriever Business för att hitta bolagen har medfört att vi i huvudsak funnit bolag i aktiebolagsform. Vid en jämförelse mellan kommunala och privata fastighetsbolag anser vi dock att detta är av ringa betydelse då samtliga de kommunala bolagen drivs i aktiebolagsform och en jämförelse rimligtvis bäst görs mellan bolag i samma juridiska och skattetekniska miljö. Avsaknaden av de privata bolag som drivs i annan form än aktiebolag, exempelvis enskild firma påverkar således inte det praktiska utfallet vid val av företag. Sökningarna har gjorts för de firmor som registrerat sin verksamhet som tillhörande branschen "fastighetsverksamhet". Vid valet av kommunala fastighetsbolag kan vi konstatera att fem bolag är en betydande andel av populationen i sydvästra Skåne. Vi har kontaktat dessa slumpmässigt och bokat in möten allt eftersom vi lyckats nå VD för bolagen. Vid valet av privatägda bolag har vi företrädesvis valt bolag vars balansomslutning i största möjliga mån är jämförbara med de kommunala bolagen. Vidare har vi endast studerat onoterade bolag då dessa har en balansomslutning som ligger närmare de kommunala fastighetsbolagen. Genom att göra på detta sätt anser vi oss minimera olikheter och effekter av påverkansfaktorer som ligger utanför omfattningen av vår studie i den grad det är möjligt.

Det visade sig emellertid vara svårt att hitta och få kontakt med tillräckligt många privata bolag som till fullo uppfyllde samtliga kriterier. För att försäkra oss om att kunna genomföra

intervjuerna i rimlig tid valde vi då att gradvis vidga urvalet av privata bolag med avseende på storlek. De privata fastighetsbolagen utgör således ett stickprov ur en population som är något större än vad som till en början var avsett. Av de fem privata bolagen vi genomfört intervjuer med är två mindre, två större och ett ungefär lika stort som de kommunala bolagen. Bland de kommunala bolagen varierar storleken inte lika mycket, men ett bolag är något större än de övriga. Den praktiska innebörden av detta för resultatet är svårbedömt men i grunden bör de finansiella riskerna vara desamma om än i olika skala. Vidare har urvalet av fastighetsbolag också präglats av att de bolag med en verkställande direktör som har varit enklare att nå möjligen är överrepresenterade. Vår bedömning är dock att kontaktbarheten är ett resultat av slumpen då även de bolag som vi intervjuat emellanåt var svåra att nå.

Som ett komplement till intervjuerna med fastighetsbolag har vi även genomfört en intervju med Jonas Darte på Handelsbanken för att på så sätt få en banks perspektiv på finansiering och riskhantering inom fastighetsbranschen. Jonas är chef för Handelsbankens Trading och Cash-Management avdelning i södra Sverige och har även fungerat som vår handledare hos Handelsbanken. Intervjun genomfördes i slutet på Mars 2011, efter att samtliga fastighetsbolag intervjuats. Syftet med intervjun var att ytterligare fördjupa insikten kring kreditgivning till fastighetsbolag och behandlade därför inte specifik information som vi fått från intervjuerna med fastighetsbolagen. Istället diskuterades frågeställningarna med utgångspunkt i Jonas synpunkter och erfarenhet från utlåning till kommunala respektive privata fastighetsbolag.

4.4 Förberedelser

Inför varje intervju har vi förberett oss genom att studera den offentliga information som finns tillgänglig om bolagen på hemsidor och i årsredovisningar. Under intervjuerna har vi använt detta material för att ställa följdfrågor som belyser andra aspekter av bolaget och därmed kompletterar den offentliga informationen. Dessa källor har därför använts som ett komplement till intervjuerna. Kvaliteten på den offentliga information som funnits tillgänglig har varierat avsevärt, speciellt med hänseende på den finansieringstekniska informationen.

4.5 Intervjuteknik

Vi har valt att göra halvstrukturerade intervjuer med nio stycken relativt öppna frågor som utgör grundstrukturen, öppna frågor ger enligt Kvale och Brinkman (2009, s. 150) de mest fullständiga svaren. Utifrån hur frågorna besvarats har vi ställt följdfrågor för att ytterligare förtydliga och fördjupa alternativt få intervjupersonen att fokusera på det område som vi avser behandla med frågan.

Huvudfrågorna har skickats ut till intervjupersonen en vecka innan intervjun tillsammans med information om vad vi förväntar oss av intervjun enligt vad Andersson (1994, s. 127) rekommenderar. Det vi har poängterat är dels praktiska aspekter som att vi gärna vill spela in intervjuerna samt att materialet behandlas anonymiserat och dels att intervjun inte kräver några större förberedelser från intervjupersonens sida. Avsikten har varit att förbereda intervjupersonen samtidigt som vi velat undvika alldeles för tillrättalagda svar. Vår bedömning är att upplägget har varit lyckat då intervjuerna generellt sett varit avslappnade och intervjupersonerna har haft möjlighet att få en uppfattning av vilken typ av frågor vi avser ställa. En effekt av att intervjupersonen i förväg vet vilka frågor vi avser att ställa senare har dock varit att vi emellanåt har fått svar på en fråga i anslutning till en tidigare fråga. Vi har valt att vara konsekventa och varken ändra ordningen eller lydelsen av en fråga trots att vi efter ett antal intervjuer eventuellt kunnat förbättra precisionen ytterligare. Eftersom huvudfrågorna skickats ut före intervjutillfället har de under intervjun inte ställts ordagrant utan vi har istället låtit intervjuerna, i den mån det varit möjligt, anta en mer samtalsorienterad ton med anpassade frågor vilket rekommenderas av Kvale och Brinkman (2009, s.150). Våra frågor i intervjuerna har även anpassats och bestått av flertalet av de typer som Kvale och Brinkman (2009, s. 150-51) kategoriserar. Genom detta tillvägagångssätt tror vi oss ha uppnått mer utförliga svar än vad som skulle varit fallet om vi enbart följt Anderssons (1994, s 132) rekommendation om att ställa frågorna ordagrant. Vissa frågor användes som ”probes” (Andersson, 1994, s.137) för att försöka förmå intervjupersonen att berätta mer om aspekter i bolaget som annars varit svåra att fånga upp. Intervjuerna spelades in och transkriberades av en av uppsatsförfattarna kort tid efter intervjutillfället. För att säkerställa korrekthet och validitet kontrollerades och justerades det transkriberade materialet av den andre uppsatsförfattaren. I de fall där intervjupersonen inte gav sitt medgivande till att

intervjun skulle spelas in användes istället anteckningar som underlag. Anteckningar togs då och sammanställdes av båda uppsatsförfattarna separat innan de sammanfogats till en redogörelse av intervjun för att säkerställa att inget missuppfattats. Den data som används är således i huvudsak primärdata.

4.6 Frågeformuleringar

Nedan följer en redogörelse för de huvudfrågor vi använt oss av samt en förklaring till vilken typ av information vi avsett att få tillgång till genom att ställa frågan. Vi har ställt samma frågor till både kommunala och privata bolag, vilket i vissa fall lett till att frågorna varit något missanpassade och att följdfrågorna inte alltid varit relevanta. Bedömningen från oss har trots detta varit att konsekventa frågeställningar ger ett bättre underlag och vi har därför enbart gjort mindre korrigeringar i samband med att frågorna ställts för att anpassa frågan till intervjusituationen.

Fråga 1: Kan du berätta lite om dig själv? Vilken är din roll i bolaget?

Frågan skall klargöra att intervjupersonen är rätt person för oss att intervjua och att vederbörande har insyn i resonemangen kring finansieringsbesluten. Frågan avser även att ge en viss insikt i vilka tidigare erfarenheter och utbildningar som kan tänkas påverka kompetensen kring finansieringsbeslut.

Fråga 2: Kan du berätta lite kort om bolaget och verksamheten? Hur stor del av omsättningen kan härledas från fastighetsverksamhet?

Kompletterar offentlig information om bolaget samt är ett sätt att försäkra oss om att vi har en tydlig bild av att bolaget i fråga i betydande omfattning är verksamt i fastighetsbranschen i sydvästra Skåne. Vidare är vi också intresserade av hur fastighetsbeståndet ser ut i termer av fastighetstyp, antal fastigheter, vakanser, underhållsbehov och geografisk spridning. Ytterligare information som kan vara intressant är bolagets historik, utveckling och framtidsutsikter. Som en följdfråga i anslutning till denna fråga har vi även frågat om hur man resonerar kring prissättning för nyproducerade respektive befintliga bostäder.

Fråga 3: Vilka är era ägare och hur ser ägarförhållandet ut?

Tanken är att förtydliga hur ägarstrukturen ser ut, vilka ägarna är samt hur inflytelserika och aktiva ägarna är i den löpande förvaltningen av verksamheten. Är innebörden av att de kommunala bolagen är ”allmännyttiga” lika oavsett i vilken kommun bolaget är verksamt eller finns det skillnader i tolkningen av allmännyttighet?

Fråga 4: Vilken typ av finansiering använder ni er av?

Frågan utgör den första av det som är kärnan i våra intervjuer och är tänkt att utröna hur bolaget finansierar sig idag. Frågeställningar som behandlas är vilka typer av lån, vilka säkerheter som är ställda för lånen, vilka derivatinstrument som används och eventuella övriga finansiella aspekter. I anslutning till detta följer frågor kring hur man resonerat för att komma fram till de val som gjorts.

Fråga 5: Vilka risker har ni identifierat som allvarligt kan påverka er finansiella ställning?

Vi avser att utreda vilken typ av risker som bolaget anser vara de viktigaste och vilken medvetenhet som råder om dessa. Skiljer sig synen på risker beroende på om bolaget är kommunalt eller privat? Är riskerna direkt kopplade till finansieringen eller är det i första hand operativa risker? Framförallt har vi varit intresserade av synen på likviditetsrisker.

Fråga 6: Hur hanterar ni dessa risker?

Hur bolaget hanterar finansiella riskerna. Använder man sig av olika sorters derivat? Vilka risker låter man någon annan bära och vilka bär man själv? Finns det en policy för riskhantering och vem ansvarar för den? Enligt svensk lag kan inte kommuner sättas i konkurs, gäller detta även för kommunala fastighetsbolag i aktiebolags form och vad är den praktiska innebörden av detta? Hur är synen på vilken optimal riskexponering bolaget ska bära?

Fråga 7: Vad har ni för utbyte med banker rent allmänt? Hur ofta är ni i kontakt med dem? Hur påverkar detta er verksamhet?

Finns det en löpande kontakt med bankerna eller sker kontakter i princip endast i samband med att lån förfaller och ska refinansieras? Använder sig bolagen av flera banker eller

finansieringsinstitut? Vilka råd upplever fastighetsbolagen att de får av bankerna? Finns det andra rådgivare som bolagen använder sig av vid finansieringsbeslut exempelvis intresseorganisationen SABO, Kommuninvest eller externa konsulter? Vilka krav upplever bolagen att banker ställer i form av eventuella covenant för lånen?

Fråga 8: Hur hanterar ni överskottslikviditet?

Används överskottslikviditet för investeringar, för att minska belåningsgraden eller delas den ut till ägarna? Använder sig bolagen av överskottslikviditet som en likviditetsbuffert och hur stor är den i så fall och på vilket sätt placeras den? Finns det någon policy kring hur överskottslikviditet placeras? Vilka risker är man benägen att ta?

Fråga 9: Hur tror ni att den nya lagen där kommunala bolag inte längre är hyresnormerande kommer påverka er?

Genom att skapa oss en klar bild av hur företagen bedömer att förändringarna i lagstiftningen kommer påverka bolaget framöver får vi en möjlighet att avgöra om det finns anledning att tro att detta påverkar de framtida finansieringsbesluten. Hur bedömer man att hyresutvecklingen kommer se ut? Av lagen framgår även att kommunen är skyldig att ta ut en marknadsmässig borgensavgift för kommunens säkerhetsåtagande i samband med upplåning, hur prissätts denna? Kommunen i egenskap av ägare är även skyldig att ställa avkastningskrav som är marknadsmässiga, vad anses vara marknadsmässigt?

4.7 Reliabilitet och validitet

Vår bedömning är att metoden vi använt varit effektiv för att besvara den problemformulering vi ställt upp. Genom att vi gjort halvstrukturerade intervjuer har vi haft möjligheten att styra intervjuerna så att de frågor vi önskat svar på besvarats, vilket vi anser bidragit till validiteten i vår undersökning. Kontrollen av offentliga dokument som vi genomfört innan intervjuerna borgar också för att svaren från intervjuerna överensstämmer med offentligt tillgänglig information. Kvale och Brinkman (2009, s. 167) påpekar dock att det finns stora svårigheter med att genomföra faktaintervjuer och att formuleringen av frågor har stor betydelse. Vad det gäller reliabiliteten så är vi väl medvetna om att vi som intervjuare mycket väl kan vara en bidragande

orsak till de resultat som uppnått. Vi anser dock att vi inom ramen för en kvalitativ studie genom vårt tillvägagångssätt, där vi spelat in och transkriberat intervjuerna, uppnått en reliabilitet och validitet som får anses god för den här typen av undersökning. Vi är också medvetna om att brister i kvalitén på våra intervjuer är avgörande för vår analys och rapportering av intervjuerna. I de flesta fall har vi dock fått långa svar på korta frågor. Svaren har också varit spontana, relevanta och klargöranden och är även i övrigt konsekventa med Kvale och Brinkmans (2009, s. 180) kvalitetskriterier för en halvstrukturerad intervju. Vår formulering av frågor skulle kunna ses som alltför ledande, detta är dock enligt Kvale och Brinkman (2009, s. 187-89) inget problem då det viktiga är om de bidrar till att finna ny, viktig och relevant kunskap. Vi är också väl medvetna om att det transkriberade materialet inte är lika fylligt och fullständigt som den uppfattning vi som intervjuare fått tillgång till då både den fysiska närvaron och kroppsspråket gått förlorat när materialet transkriberats (Kvale och Brinkman, 2009, s.194). Det faktum att vi tvingats anteckna vissa intervjuer och därför saknat tillgång till rikt, inspelat material kan ha påverkat både intervjun samt fullständigheten i dokumentationen. Vi har valt att återge resultatet i våra intervjuer med ett urval, vilket grundar sig på vad vi anser vara relevant att redovisa för vår studie.

4.8 Litteratur

Utgångspunkten för vår litteratur har varit ett urval av relevanta böcker som används på kurser vid magisternivå på Lunds universitet inom området Corporate Finance. Via Lunds universitets bibliotekskatalog Lovisa har vi funnit andra, relevanta böcker som vi använt, sökord som använts där var "real estate", "finance" och "risk management". För att finna övrig relevant litteratur har vi dels sökt oss fram till tidigare uppsatser via webbplatserna www.uppsatser.se samt Lunds Universitets uppsatsdatabas LUP Student Papers där vi använde oss av sökorden "fastighetsbolag" och "kapitalstruktur". Uppsatserna har sedan analyserats för att se om de var relevanta för vår uppsats, i de fall de var adekvata har vi också sökt efter användbar litteratur i uppsatsernas litteraturförteckningar. Vi har även använt oss av Lunds universitets sökdataas LibHub för att finna artiklar och relevanta databaser, sökorden har varit "interest rate risk management", "interest rate risk or profit", "interest risk real estate sector", "risk management

real estate”. “choice of loan real estate”, “financing real estate”. Vi har även använt oss av en del debattartiklar som vi hittat i Retriever, och via sökmotorn Google. Via Google har vi också funnit rapporter när vi använt sökorden “allmännyttiga”, “affärsmässighet” och ”nya hyreslagen”.

4.9 Källkritik

Den svenska bostads- och fastighetspolitiken är ett väldigt omdebatterat och politiskt känsligt område. Med anledning av detta har vi försökt vara extra vaksamma i vår källkritik så som Thurén (2007) rekommenderar. Exempelvis är två av rapporterna som utgör basen i den tidigare forskning vi presenterat, “De allmännyttiga bostadsföretagens roll på bostadsmarknaden” (Borg och Lind, 2006) och “Hur ett affärsmässigt bostadsföretag agerar“ (Lind och Lundström, 2011) indirekt sponsrade, via Fastighets- o Bostadsakademin respektive Fastighetsägarna Sverige. Vi inser att detta mycket väl kan ha påverkat objektiviteten men vår bedömning är ändå att då rapporterna skrivits inom ramen för universitetets verksamhet så får de anses vara av tillfredsställande kvalitet. I övrigt har vi genomgående använt oss av publicerat material. Vi har också strävat efter att i så stor mån som möjligt använda oss av de mest relevanta och senaste publikationerna, i de fall då vi ej haft tillgång till nya publikationer har vi använt oss av äldre publikationer. Noterbart är att detta nästan endast är fallet för mer grundläggande förhållanden och fakta vilka inte är lika utsatta för ändringar och sannolikt därför ej har uppdaterats.

Intervjupersonerna har ett egenintresse att framställa sitt bolag som riskmedvetet och “duktigt”, vi har därför i intervjuerna fokuserat på information som vi bedömer att de har svårt att ljuga om och dessutom anonymiserat intervjuerna för att säkerställa så frispråkiga svar som möjligt. Våra begränsade kunskaper och erfarenheter av intervjuer gör sannolikt att våra resultat skiljer sig något från vad en “professionell intervjuare” kunnat prestera. Vi anser dock att vi uppfyllt Kvale och Brinkmans (2009, s. 182-83) beskrivning av den “hantverksskicklige intervjuaren”, vilken bland annat innebär att vara kunnig, tydlig, vänlig samt strukturerad.

4.10 Rapportering

Uppsatsen har utöver det som redan nämnts författats enligt Backmans (1998) rekommendationer.

5. Empiri

I detta kapitel presenterar vi det empiriska materialet från våra intervjuer.

5.1 Redovisning av det empiriska materialet

Vi har efter bästa förmåga nedan redovisat det empiriska materialet i summarisk form. Vi har valt att inte inkludera det transkriberade råmaterialet från intervjuerna då det i förekommande fall var väldigt svårt att fullständigt anonymisera intervjuerna samt då råmaterialet ofta är omfattande och i stora delar innehåller sådant som inte är direkt relevant för vår studie. I de fall ljudmaterial saknas på grund av att intervjupersonen avböjt inspelning har vi markerat detta i rubriken. Råmaterialet finns tillgängligt och den intresserade kan kontakta någon av uppsatsförfattarna för att få tillgång till det, förutsatt att syftet är fortsatta studier och att intervjupersonerna godkänner detta. Vi har också indikerat vilka bolag som är väsentligt större eller mindre än genomsnittet.

Bolagen har slumpvis givits beteckningar för att särskilja dem från varandra. De kommunala bolagen betecknas vi med K1-K5 och de privata bolagen betecknas med P1-P5.

Företrädarna för de kommunala bolagen har generellt sett varit mer benägna att ge oss längre svar vilket reflekteras i att de kommunala bolagen tar mer utrymme i redovisningen nedan.

Vi vill också poängtera att nedan återgivna åsikter är intervjupersonernas egna och inte på något sätt representerar författarnas åsikter. Detta gäller genomgående i detta kapitel och inkluderar allt från åsiktsyttringar till ”fakta” eller ekonomisk teori. Hanteringen av materialet kan ha påverkat innebörden men detta har i så fall skett utan avsikt och vi har försökt att, i möjligaste mån, hantera materialet opartiskt.

5.2 Kommunala fastighetsbolag (K1-K5)

Nedan redovisar vi det empiriska materialet gällande finansieringsaspekter för de kommunala fastighetsbolagen på företagsnivå. Därefter presenterar vi aggregerade resultat i form av allmänna observationer och en sammanställning av resultatet.

5.2.1 K1

Finansiering

Finansierar sig i dagsläget genom Kommuninvest och en bank.

Räntestrategi

Räntestrategin K1 använder baseras på rörliga räntor och swappar vilka säkrar räntebindningen. K1 att detta kanske är lite fegt, tryggt eller långsiktigt. Har valt att på detta sätt binda räntorna långt och har nu ungefär 4,59 års räntebindningstid vilket anses vara mycket. Träffade nästan "räntebotten" när man band räntorna. Har idag en snittränta på tre och en halv procent och kommer ligga där en lång tid framöver, tycker att det är bra om räntan nu går upp så att det kan användas som ett argument i kommande hyresförhandlingar. Påpekar också att kapitalbindningen är för kort men att detta är ett medvetet val då man väntar på att marginalerna för kreditbindning skall sjunka, tycker att marginalerna har varit för höga.

Säkerheter

Säkerheterna företaget använder utgörs av kommunal borgen eftersom det ger lägre ränta än om man lånar direkt utan borgen och "Å andra sidan ska kommunen nu ta avgift för borgen och det ska motsvara den där lägre räntan. Men det är väl bättre att kommunen får de pengarna än banken". Borgensavgift har man haft i tre, fyra år och är för närvarande på 25 punkter men kommer att höjas till 40 punkter nästa år. "Den kommer höjas nu lite gran med den nya lagen men lika mycket på att dom behöver pengar, dom ursäktar sig med lagen."

K1 anser att risken för konkurs är hypotetisk:

Alltså, i praktiken skulle vi kunna göra det. Men då får ju en kommun infria sina borgensåtaganden. Det finns kommunala bostadsbolag som bara har pantbrev, eller belåning med pantbrev. Och då kan man i praktiken låta bolaget gå i konkurs. Men det är rätt hypotetiskt. Kommuner låter inte sina bolag gå i konkurs. Det har hänt en gång, så vitt jag vet här i landet.

Det hade gått att låna pengar mot pantbrev men det skulle varit dyrare än att låna med kommunal borgen. Prissättningen av borgensavgiften beror på vad det kostar att låna med pantbrev och vad det kostar att låna med borgen, utredningar på området ska ha visat på att en rimlig avgift ligger kring 25 till 50 punkter på "vettiga marknader som vår". Avgiften beror också på hur den lokala fastighetsmarknaden ser ut och kan vara högre, uppåt en procent på "taskiga marknader". I en jämförelse med andra kommunala fastighetsbolags i regionen kommenterar K1:

Sen kan man å andra sidan säga att de flesta av våra kollegor här nere kommer ha lägre borgensavgift det här året. Fast det är egentligen starkare bolag. Och det kan man kanske tycka lite är lite synd, men alltså, det är rimligt. Man kan inte säga något annat.

Risker och riskhantering

För riskhantering använder K1 sig av swappar och motiverar detta med att "då kan man gå in och ur när det passar en." Räntebindningen skall gå att förlänga eller förkorta denna när det passar, vilket man kan göra genom att använda korta lån och swappar:

Vi behöver inte avvakta särskilda dagar då lånen går ut och förhandla med banken. Bara ringa och fråga en eller två banker och fråga 'Vad kostar tioåringen idag?' 3,25 , det är för dyrt, jag har 3,23 på annat håll, jag tar den där, tack och hej. Och sen så får jag fax, det är lite gammaldags, men jag får det på fax. Sen är det klart någon timme senare. Det är mycket enklare än att hålla på och krångla med lånet och det ska en massa tryggheter och säkerheter till överallt. Bankerna krånglar och ska ha kommunal borgensman som ska skriva på och det ska bevittnas och han ska inte ha semester,.. det går inte om man ska vara smidig.

Den långa portföljen med swappar ger en låg ränterisk, risken kan ökas genom att man säljer av swapparna. Just nu har man ett undervärde i swapparna, vilket beror på att räntan är låg. Man är dock övertygad om att det inom några år kommer att vara övervärden i swapparna igen, som det

var för några år sedan. “Vi kan ju sälja alla swapparna för en massa pengar och exponera sig mer för räntesvängningar, påtagligt mer risk, men vi väljer ju systematiskt bort den risken.”

Anser vidare att likviditetsriskerna i princip är obefintliga:

Asså, det där blev ju plötsligt en fråga där på hösten för två år sedan. Uhm, den kommunala ägaren som. KI kommun är ju en hyfsat välskött kommun. Och med en Kommunal borgen, uhm, alltså, man kan prata om likviditetsrisker men det blir nästan fånigt. Amerikanska delstater och så, de har ju problem nu men om inte kommunen här skulle få låna pengar, eller vi få låna pengarna med kommunalborgen, ja då kommer det vara åt helvete på alla andra håll långt innan. Volvo och Ericsson finns inte längre och Astra har flyttat till Indien. På något sätt är det meningslöst. Och man kan välja att betala en massa för sånt, och säkra upp sig, men egentligen är det fånigt. Det finns likviditet och det finns kapital sådan verksamheter som vår med en stabil och välskött kommun i ryggen. Däremot kan räntan gå upp och ner och det måste man leva med.

Ränterisken lyfts också fram men man hävdar att det är svårt att få räntehöjningar att slå igenom i form av högre hyror:

Och det är klart att vi argumentera när räntan stiger att den ska upp, vår ersättning. Men när räntan dubbleras ett år, vi kan inte dubblera hyran, det finns inte på kartan. Då får vi en procent extra även om räntekostnaden har fördubblats. Sambandet är svagt.

Det finns också vakansrisker som kan uppstå om Öresundsregionen får problem och vill ingen bo i kommunen “då är det åt helvete”. Försöker skydda sig mot detta genom att göra vettiga beslut och undvika dåliga investeringar vilket “har riggat för en långsiktigt stabil verksamhet med små risker.”

Långgivare

Fram till för fem, sex år sedan hade bolaget endast banker som kreditgivare, därefter gick kommunen med i Kommuninvest och då började bolaget finansiera sig via Kommuninvest. Före finanskrisen år 2008 så hade man en tredjedel av lånen hos Kommuninvest och resten jämnt fördelat på två olika banker. Under hösten 2008 sa bankerna med kort varsel upp företagets lån, enligt intervjupersonen eftersom att bankerna var säkra på att få tillbaka de pengar som de lånat ut till företaget och behövde kapitalet för att slippa realisera kreditförluster i Baltikum. Men Kommuninvest ordnade fram pengar så efter hösten 2008 har företaget nästan all finansiering

från Kommuninvest. Företaget har också skaffat en ny bank där man har en del lån eftersom man inte var nöjd med de tidigare bankernas beteende. Försöker nu bibehålla relationen till några banker.

Finansiell rådgivning

Får viss finansiell rådgivning av bankerna och köper även timmar av en finansiell rådgivare som man träffar några gånger per år och som bland annat hjälper till med rapporter.

Överskottslikviditet

K1 anser sig sällan ha överskottslikviditet eftersom de löpande årliga investeringarna tar det mesta av kassaflödet från verksamheten i anspråk. K1 har en checkkredit som max kan vara minus tjugo miljoner, försöker ligga så nära noll i kassa som möjligt och tar nya lån när det börjar bli ont om pengar. Skulle det någon gång bli överskottslikviditet som en följd av låga investeringar så hamnar det på checkkrediten, har fått rådet av bank att jobba mer med överskottslikviditetsfrågor men anser inte att det är värt besväret med dagens ränteläge. Företaget följer en finanspolicy som innebär att man inte ska "ge oss på något äventyrligt" och "vi ska inte försöka tjäna pengar på pengar, det finns det andra som sannolikt är bättre på. Banker till exempel. Och dom ska vi inte försöka konkurrera med."

Avkastningskrav

Vad gäller avkastning verkar det inte som att ägarna följer upp det avkastningskrav som finns:

Nä, alltså det har aldrig uttalats. Eller ja, det har det väl gjord, den långa bostadsobligationen plus en procent på eget kapital...har väl uttalats, men sen har det aldrig följts upp. Och vi har väl lyckats prestera det, det skulle jag vilja påstå. På senare år i all fall. Men de glömmar väl bort det, ägarna.

5.2.2 K2 (Ljudmaterial saknas)

Finansiering

K2 finansierar sig enbart med lån från banker och har en huvudbank. Man vill inte vara alltför beroende av en bank och har därför spritt ut lånen på sex olika banker. K2 har ett stort övervärde i fastigheterna som inte syns i balansräkningen. Finansieringspolicyn vid nybyggnation är att finansiera två tredjedelar kontant då K2 anser sig ha en bra likviditet och en stark balansräkning.

Kommunen som äger K2 är inte med i Kommuninvest, "kommunen är skuldfri". K2 hävdar att banker säger att "frågar ni Kommuninvest är ni inte intressanta för oss".

Räntestrategi

K2 har en räntepolicy som säger att maximalt tjugo procent av lånen ska vara med rörlig ränta och åttio procent till bunden ränta på tre till sju år. Uppfattar det som att privata bolag spekulerar mer. Anser att det är en trygghet att hålla en konstant räntenivå eftersom det möjliggör en jämn hyresnivå.

Säkerheter

Säkerheterna som används består dels av pantbrev men till största delen av kommunal borgen. Helst vill man klara sig själva och inte använda kommunal borgen. Förr gav det bättre ränta att använda kommunal borgen men nu, på grund av borgensavgiften är det billigare att använda pantbrev som säkerhet. Skillnaden i pris mellan att låna med kommunal borgen och pantbrev är dock liten. Har man exempelvis lån med tre och en halv procent i ränta och en borgensavgift på 12 punkter så blir kostnaden högre än säkerhet i pantbrev som ger en ränta på 3,6 procent och ingen borgensavgift. Dock kan förutsättningarna skilja sig åt för bolag i andra kommuner där bolagen kanske inte är lika stabila som K2. Kommunen tar ut en borgensavgift på 12 punkter för K2, den har ej varierat. Borgensavgiften, säger K2, varierar annars mellan kommunala bolag i olika kommuner men ligger mellan 10-40 punkter.

Risker och riskhantering

Risker har identifierats med SWOT analys i affärsmarknadsplan, viktigaste risken är räntan och vid en ränteförändring på 1% påverkas K2s resultat med 8 miljoner. K2 vill inte förlora pengar vid en ränteuppgång och därför använder man sin nuvarande räntestrategi. Under krisen blev det ingen uppsägning av lån och bankerna sa att de var nöjda med K2, detta berodde troligtvis på att bolaget har en så stark ställning. Riskpolicy utvecklas av bolaget, vilken presenteras för och sedan godkänns av ägarna. Ledningsgruppen på tre personer följer räntor, omsätter lån och tar finansieringsbeslut, när de märker att räntorna går upp placerar de beroende på trenden.

Långgivare

K2 bjuder årligen in de sex banker man samarbetar med, för att presentera verksamheten för var och en av dessa. K2 tillhandahåller då en folder med planer och kreditbehov. De är nöjda med de förbindelser de har med banker i dagsläget. Kontakt med banker sker annars vid lånuttagning, omsättning av lån och kreditförfrågningar vid byggnadsprojekt. Man använder sig då av ett offertförfarande. Vid byggnadsprojekt gör man en kalkyl som anger hur mycket som investerats i projektet samt återstående lånebehov och offerter skickas sedan till alla sex bankerna. Vid val av bank för upptagande av lån görs en analys av hur stor andel av befintliga lån banken har, om det är för mycket tar K2 hellre ett lite dyrare lån för att öka riskspridningen. Kapitalkostnader tas på företagsnivå emedan driftnetto och driftskostnader används på fastighetsnivå. K2 anser sig vara ett välskött företag som bankerna har förtroende för, ”den som är satt i skuld är inte fri”.

Finansiell rådgivning

K2 har fått råd om bland annat ränteswappar av bankerna men har inte varit intresserade. Bankerna har sagt till K2 att ”off the record” gör man rätt med fokus på långsiktighet och trygghet. K2 anser också att man “har ett bättre finansiellt kunnande än andra bolag” och använder därför ingen extern konsult.

Överskottslikviditet

Vid överskottslikviditet prioriteras nyproduktion, underhåll eller amortering av lån. K2 förklarar att det inte är tillåtet att dela ut mer till ägaren och att K2 bör behålla pengarna eftersom man är ett allmännyttigt bolag. Det finns en likviditetsplan med tolv till femton miljoner kronor i likviditetsmål, vilket motsvarar ca 1 månads behov och placeras på ett räntebärande konto. Man lyfter direkt över från transaktionskontot till ett konto med bättre ränta om man har överskottslikviditet men man gör inga placeringar i aktier eller andra värdepapper. Tidigare har K2 haft aktier men föredrar idag att amortera på lånen istället, ”det är lägre risk”. Vid behov av likviditet med kort varsel räknar man med att banken kan fixa det över dagen ”allt bottnar i ett välskött företag som bankerna har förtroende för”. Tror sig kunna få tillgång till tio miljoner kronor direkt vid behov.

Avkastningskrav

Vad gäller avkastningskrav säger K2 att kommunen ”bara satt in 8 miljoner i bolaget” och K2 avkastar 150% på detta, och man anser därför att man ”klarar sig med råge” och frågar retoriskt ”Vad är skäligt?”

5.2.3 K3

Finansiering

Finansieringsmässigt anser K3 sig vara väldigt finansiellt starkt. “Kan ju säg så här att bolaget har väldigt stark ekonomi, vi har varit trippel-A ratade av, vad heter dom? Dun and Bradstreet.” Bolaget har länge haft ett affärsmässigt tänk och tagit betalt för sina investeringar. Låga bokförda värden, låga avskrivningar och en låg upplåning har bidragit till den gynnsamma ekonomiska situation man befinner sig i idag. Man har också fortlöpande rustat upp fastigheterna och har således inget underhållsberg som släpar efter. K3 tar banklån för nybyggnation men har ett ägardirektiv som säger att lånedelen skall vara max åttio procent och minst tjugo procent ska egenfinansieras.

Räntestrategi

K3 skrev om finanspolicyn år 2007 och lånar i nuläget alltid kort. Man hanterar ränterisken med hjälp av ränteswappar eller andra finansiella instrument. Tidigare lånade K3 “traditionellt” på fem år och delade då upp lånestocken i femtedelar. Denna strategi byggde på riskspridning då man band delar av lånen vid olika tidpunkter.

Säkerheter

Som säkerhet har K3 kommunal borgen på hela lånestocken. Har betalat borgensavgift på utnyttjad borgensram i 10 år på femton punkter, borgensramen kan utökas men då krävs beslut i fullmäktige.

K3 anser att femton punkter i borgensavgift inte är en marknadsmässig avgift men vet inte hur hög den borde vara:

Det vet jag inte asså jag har ringt runt till banker och lite öhm finansiella rådgivare och så va o det är egentligen ingen som vet, det har att göra med bolagets situation, position så att säga eller styrkan i bolagets ekonomi. Det har att göra med det enskilda objektet, var ligger det? För det blir ju olika riskpremier beroende på var det ligger, den fastigheten vi ska belåna. Öh, det har att göra med regionen, det geografiska läget...Och sen har det att göra med kapitalbindningstiden som man väljer eller får. Så det är ju flera parametrar som spelar roll och därför kan ingen säga vad den borde va, det är det som väl är lite knepigare med den nya lagen. Och men asså det jag har fått för mig är mellan tjugo och trettio punkter tror dem som jag har pratat med, att det borde ligga där. Över hela Sverige säger man mellan tio och femtio punkter och så säger man ja, det här är kommun K3 med tanke på bolagets situation och att fastigheterna är rätt så samlade, nånstans mellan tjugo och trettio punkter, ja.

Intervjupersonen vet inte heller vad den nya borgensavgiften för i år kommer att bli:

Det kan mycket väl bli fyrtio punkter ,asså jag vet inte, hehe men det känns, det är inte marknadsmässigt. Så vi får försöka hitta en nivå som är marknadsmässig, för det är ju ändå, om man säger, finns ju ingen anledning att vi ska betala mer för att då kan ju alternativet bli att vi lånar mot pantbrev istället ju. Så att ehm nånstans mellan tjugo och trettio punkter tror jag det kommer landa på.

Bolaget har hittills inte övervägt att låna mot pantbrev men man säger att det kan bli aktuellt om borgensavgiften blir för hög “Vi måste ju göra det som är mest gynnsamt för bolaget, hoppas inte vi landar där“.

Risker och riskhantering

Som nämnts ovan använder man sig bara av ränteswappar för att hantera den finansiella risken men man kan också vid behov använda andra finansiella instrument som floors, caps och FRA. Det man inte kan använda är mixade produkter, vilket också anges i finanspolicyn. Att enbart använda ränteswappar “har känts liksom bäst”. Den genomsnittliga räntebindningstiden får inte understiga ett år och inte överstiga fem år. Och den genomsnittliga kapitalbindningstiden bör inte understiga två år, sen ska högst fyrtio procent förfalla inom ett år. Har inte några hyresförluster på grund av vakanser, vilket annars anses vara den största risken.

Finansieringsrisken anser K3 också vara viktig:

Men om vi säger att det skulle bli brist på kapital, det är ju värre. Asså om man för då under finanskrisen så var det ju till och med så att bankerna hade inga pengar att låna ut och det kan ju skapa väldigt besvärliga situationer.

Under krisen 2008 märkte företaget också av och kände stor osäkerhet inför de stigande räntorna, intervjupersonen tycker också att det hade varit besvärligt om man behövt omsätta lån under krisen, men klarade sig bra tack vare lån av kommunen:

Kommunen har väldigt god likviditet och, då under finanskrisen då så vi blev erbjudna att låna pengar av dem istället för att vi gick ut på marknaden. Så vi gjorde faktiskt det och då fick ju dem en bra och trygg placering och vi kunde få en tillgång till pengar till ett bra pris, så gjorde vi.

Långgivare

I finanspolicyn är det bestämt att man skall ha minst tre långgivare och en enskild långgivare bör inte ha mer än femtio procent av den totala skuldportföljen, dock kan man göra undantag för Kommuninvest och de har fyrtionio procent av skuldportföljen idag. Men detta kan ändra sig inom någon månad när lån omsätts "så att det kanske e ingen ko på isen att det hm, ja".

Idag har man fyra långgivare inklusive Kommuninvest, en utav bankerna är fransk, dessa lån är gamla och är kvar eftersom det inte är fem år sedan 2007 och man har därav inte hunnit lägga om hela lånestocken. K3 har en fjärde bank där man endast har ett transaktionskonto och där det löpande kassaflödet placeras. Relationen till bankerna förklaras såhär:

Nä, vi har så att säg, om man säger de bjuder ofta in en gång om året att vi tar en sittning och går igenom bolaget och våra finanser så att säga och det gör alla bankerna öhm och man pratar igenom kanske nya produkter eller nånting annat. Sen har vi ju löpande kontakt, ekonomichefen då när vi gör upphandling, vi handlar ju upp alla lånen så att säga, det är ju väldigt sällan vi vänder oss till en bank och begär eller får ett pris utan vi går ju ut med en offert förfrågan till alla dem som vi har kontakt med. Så det kan väl va några gånger om året som hon har kontakt med varje bank.

Finansiell rådgivning

K3 har ett avtal med ett konsultbolag som ger opartisk finansiell rådgivning och övervakar företagets lånpositioner och när det är läge att gå in eller ur swappar, hade det funnits en finanschef hade denne sköt dessa uppgifter:

Nu är vi så litet bolag så vi har ju inte råd att anställa någon eller kan inte ha en tjänst som e asså finansiell expert. Och det behöver man annars om man ska jobba på det här viset, med kort upplåning och swappar å derivat.

Bankerna försöker ge råd men detta lyssnar K3 inte på:

De vill ju sälja sina produkter och ofta är det såna här mixade som ingen fattar nånting av sen....'Hur kunde det gå såhär illa', ja det är ingen som kan reda ut för att det är så komplicerat hehe, så var det ju i USA när det rasa där. Nä och sen vill ju dom göra bra affärer ju, de är ju inte till för att rådgiva oss och att vi ska göra bra affärer, de vill ju i första hand göra de bra affärerna.

Överskottslikviditet

Överskottslikviditet används till amortering av lån, nyproduktion eller standardhöjande åtgärder. "Vi har väl sagt tjugo procents kassalikviditet kanske kan va en intressant och lämplig nivå".

Avkastningskrav

Företaget har inte haft något avkastningskrav från ägaren men K3 har haft egna avkastningskrav på sina investeringar. Man är osäker på vilket mått som bör användas, kanske är det direktavkastning på tillgångarnas marknadsvärde eller avkastning på eget kapital:

Asså det kommer så, lagen är skriven nu är det öppet för många tolkningar och höra och vi kommer får se prövningar...det ska ju va mer än bankräntan, det ska va rejält mer än bankräntan för annars kan ju ägaren sätta pengarna på banken ju och jag har annars har jag läst tio procent, att det är en rimlig, hyfsad avkastning. Men jag vet inte, jag vet faktiskt inte.

Det egna kapitalet är väldigt högt, vilket gör att det inte skulle gå att nå upp till en avkastning på tio procent av eget kapital.

5.2.4 K4 (Större; Ljudmaterial saknas)

Finansiering

Bolaget har tillgång till flera olika finansieringsformer. Dels använder man banklån men även lån från Kommuninvest. Utöver dessa finansieringsmöjligheter drar man nytta av ett certifikatprogram som kommunen har och har på så vis ett kreditutrymme hos kommunen som man idag utnyttjar till 50%.

Räntestrategi

För att avgöra vilken räntestrategi som är mest lönsam använder man sig vid en eller flera gånger om året, beroende på behovet, av simuleringar. Man simulerar då tio-talet olika portföljer inom det riskmandat som man fått av kommunen. Den portfölj med bäst utfall av simuleringen strävar man sedan att ligga så nära som möjligt när man finansierar sig. För att säkra räntebindningen använder man sig idag endast av ränteswappar, eller som man uttrycker sig "plain vanilla". Tidigare har man använt mer avancerade finansiella instrument.

Säkerheter

Säkerheterna som ställs är kommunal borgen.

Risker och riskhantering

De risker som man identifierat är kapitaltillgänglighet, motpartsrisken hos finansinstitut, kassaflödesrisk och ränterisk. För att hantera dessa risker resonerar man som så att man vill inte "lägga alla ägg i samma korg" och väljer därför att sprida ut sitt engagemang på ett flertal finansieringsinstitut. Ränterisken hanteras genom swaplösningar.

Långgivare

K4 använder sig av fyra-fem banker för finansiering samt har lån via Kommuninvest och kreditutrymme hos kommunen. Fördelningen av krediterna mellan bankerna sker naturligt relativt jämnt genom att man med jämna mellanrum gör upphandlingar för delar av den totala krediten och låter den billigaste långgivaren få krediten.

Finansiell rådgivning

K4 har en heltidsanställd finansekonom men använder sig ändå av en extern konsult för rådgivning. Bankernas råd upplever man inte som tillförlitliga då man anser att de i huvudsak vill sälja.

Överskottslikviditet

Överskottslikviditet placeras på ett koncernkreditkonto med bra ränta som delas med kommunen. Normalt har man ingen överskottslikviditet men vid kriser kan det förekomma att man samlar en buffert för att säkra likviditeten.

5.2.5 K5

Finansiering

Finansiering utgörs av eget kapital och resten är lånefinansierat. Större delen av lånen har man i Kommuninvest “de har ju de bästa villkoren” och man har också lån hos banker.

Räntestrategi

Den räntestrategi K5 använder består i huvudsak av upplåning med rörliga räntor och sen löser man räntebindningen med swapplösningar. Man har swapplösningar med löptider på 30 år motsvarande ca en fjärdedel av den total lånestocken. Det finns enligt K5 ett mått av spekulation då man överväger möjligheten att framöver sälja swaparna när man anser sig att ränteläget är gynnsamt. Överlag har man dock en väldigt långsiktig syn på finansiering och swapparna är sådana att man kan tänka sig att ligga kvar med dem under hela löptiden.

Värt att notera är också att bolaget har undersökt möjligheten att finansiera sig via realräntepapper. Resonemanget kring detta är att fastigheter är en real tillgång som kan förväntas vara värdebeständiga om man sköter dem väl och att en finansiering som även den bygger på realatillgångar skulle då eliminera svängningar i finansieringskostnader som är en följd av att finansieringen sker nominellt.

Säkerheter

Säkerheten som ställs är kommunal borgen. För borgensåtagandena betalar man en borgensavgift på 0,25 punkter. Prissättningen av denna går ut på att bolaget och kommunen ska dela på skillnaden mellan att låna mot pantbrev respektive att låna mot kommunal borgen.

Risker och riskhantering

K5 anser att felinvesteringar utgör den risk man bedömer kan påverka bolagets finansiella ställning allvarligast och man försöker undvika att göra dessa genom att göra ordentliga kalkyler och bedömningar. K5 anser sig ligga med en rimlig volym swappar för att hantera ränterisken. ”Och sen har vi tagit, tar såna nivåer så att även om vi inte löser ut dem så kan vi leva med den räntenivån.”

Långgivare

I praktiken jobbar man bara med två stycken långgivare, Kommuninvest och en bank. Och sen har man en del utbyte med andra, som lokala banker och en bank som. “sköter våra löpande ruljanser, in- och utbetalningar.”

Finansiell rådgivning

K5 använder sig inte av några andra rådgivare.

Överskottslikviditet

Överskottslikviditet tycker man är en liten fråga. I huvudsak amorterar man på lånen men annars placeras likviditeten på ett koncernkreditkonto som man har gemensamt med kommunen. Synen på överskottslikviditet sammanfattas annars väl såhär “Om vi tycker att vi har mer överskott än vi behöver...men det gör man inte i den här verksamheten”

5.2.6 Allmänna observationer för kommunala fastighetsbolag

Företrädare för bolagen

Gemensamt för de företrädare för bolag som vi intervjuat är att samtliga har en gedigen bakgrund inom fastighetsbranschen och flera stycken har spenderat i princip hela sitt yrkesverksamma liv i branschen. Den formella utbildningen och vilken typ av roller de haft i

branschen tidigare varierar däremot ganska kraftigt och omfattar ekonomer, projektledare och byggingenjörer. Överlag så upplever vi att de har varit väl insatta i såväl finansmarknadens möjligheter generellt sett som företagsspecifika finansieringsförutsättningar.

Ägarstruktur

De kommunala fastighetsbolagen ägs genomgående till fullo av kommunen de verkar i. Det förekommer att man av tekniska skäl gjort uppdelningar av bolagen i moderbolag och dotterbolag men i praktiken drivs de som ett bolag. Moderbolagen drivs i aktiebolagsform och ledningen får således instruktioner från styrelsen i form av bolagsordningen och ägardirektiven. Styrelsen tillsätts genom att kommunfullmäktige utser en representant som företräder kommunen på bolagsstämman och har där befogenhet att tillsätta styrelsen enligt kommunfullmäktiges instruktioner. Styrelsen kan bestå av vem som helst men som VD:n för K2 konstaterar så "blir det ofta politiker". Vad det gäller avkastningskrav som ställs på bolagen så varierar de kraftigt i både tydlighet och i nivå. Exempelvis så beskriver VD:n för bolag K3 att de ännu inte pratat med ägarna om vad som kommer gälla framöver och då man aldrig tidigare tittat på en avkastning ur ägarnas perspektiv så är det oklart vad som kommer gälla. Även VD:n för bolag K1 är inne på samma linje med att det saknas uttalade avkastningskrav men drar sig så småningom till minnes att man pratat om att knyta avkastningskravet till den långa bostadsobligationen och lägga på en procent. Liknande resonemang förs av K5 men där använder man sig istället av statslåneräntan som bas. Bolag K2 har inga avkastningskrav men anser sig klara tänkbara mål med råge ändå. K4 däremot har idag en fastställd siffra på avkastningen som ska uppfyllas. Avslutningsvis vill vi även understryka att företrädarna för bolagen vi träffat varit överlag tillfreds med det kommunala styret.

Allmännyttighet

Begreppet allmännyttighet lämnar, som vi nämnt tidigare i den praktiska referensramen, ett stort utrymme för tolkning. Detta medför att det finns stora skillnader i vad de kommunala bolagen anser att verksamheten ska ha för omfattning och vad dess syfte är. I vår studie har vi stött på bolag vars tolkning av begreppet sträcker sig från den mer klassiska innebörden av allmännyttighet med ett stort samhällsansvar till bolag vars tolkning är sådan att man konstaterar att det med den nya lagen inte ska vara någon skillnad mellan hur kommunala och privata bolag

drivs. Effekten av detta är att det finns bolag som har valt att sälja ut stora delar av sin bostadsförvaltning och motiverat detta med:

då har man sagt här att ja, vad sören är det då för vits med att en kommun äger det, då kan en privat lika gärna äga det och så fokuserar vi våra resurser på infrastruktur, kommunala bostäder. (K5)

Å andra sidan finns det bolag som resonerar på ett annat sätt. Exempelvis belyser VD:n för K4 att det finns andra värden än att tjäna pengar inom det kommunala bolaget. Vad som menas med allmännyttigt är alltså inte på något sätt enhetligt för bolagen.

Borgensavgift

Genom att vara kommunalt ägda finns det ofta en möjlighet för bolagen att använda sig av kommunal borgen vid upplåning. Enligt den nya lagen ska dock kommunen ta ut en avgift för att de ställer borgen, en så kallad borgensavgift. Vad det gäller prissättningen av borgensavgiften så finns det ingen tydlig norm för hur stor denna skall vara så borgensavgiften varierar betydligt mellan olika kommuner.

5.2.7 Sammanställning

Tabell 1: Sammanställning av finansieringstrategier för kommunala fastighetsbolag

Bolag	K1	K2	K3	K4 (Större)	K5
Typ av lån	Rörliga	Rörliga och bundna	Rörliga	Rörliga	Rörliga
Lösning för räntebindning	Swap	Bundna lån	Swap	Swap	Swap
Föredragen säkerhetsform	Borgen	Pantbrev	Borgen	Borgen	Borgen
Antal finansieringsinstitut	Två	Sex	Fyra	Fyra-fem	Två
Kommuninvest	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja

Som framgår av tabell 1 är den mest vanligt förekommande finansieringstrategin att använda lån med rörlig ränta kombinerat med en swap-lösning där man byter den rörliga räntan mot en bunden och säkrar på så sätt en längre räntebindning samtidigt som man bibehåller en flexibel

kapitalbindning. På grund av att Kommuninvest särskiljer sig från andra finansieringsinstitutet har förekomsten av Kommuninvest som finansieringsinstitut givits separat men är även inräknat i antal finansieringsinstitut.

5.3 Privata fastighetsbolag (P1-P5)

Nedan redovisar vi det empiriska materialet gällande finansieringsaspekter för de privata fastighetsbolagen på företagsnivå. Därefter presenterar vi aggregerade resultat i form av allmänna observationer och en sammanställning av resultatet.

5.3.1 P1 (Mindre)

Finansiering

Finansierar sig med hjälp av banklån och hypoteksinrättningar, i viss mån självfinansierade.

Räntestrategi

Räntestrategin P1 använder går ut på att växla mellan rörliga och bundna lån beroende på omvärldssituationen. P1 har för närvarande den mesta finansieringen i rörliga lån och har haft merparten rörliga lån under en längre tid, dock finns även en liten del bundna lån. Observerar realräntan och skillnaden så att det inte blir för dyrt att binda lånen. Försöker bedöma framtidsutsikter och risken för inflation, samt risken att räntan och räntekostnaderna blir för höga. Går igenom hur marknaden ser ut när lånen förfaller.

Risker och riskhantering

P1 anser att de största riskerna är vakansrisker och risker för att finansieringskostnader, främst räntekostnader, blir för höga. P1 försöker därför hålla nere lånevolymen och har en policy att belåningen inte ska överstiga en viss nivå relativt värdet. Finns också likviditetsrisker, men dessa skulle bara hindra företagets tillväxt. Det har inte varit aktuellt för bolaget att använda finansiella instrument. P1 har dock utvärderat det och kommit fram till att det inte behövs eftersom de har ett eget kapital som ger en trygghet.

Långgivare

P1 har som princip att använda sig av flera banker men har för närvarande samlat alla lån hos en bank och påpekar att det bör vara så att man ska ha minst två som man kan vända sig till. För en löpande dialog med banker, vilket innebär kontakt flera gånger i månaden. Vid upphandling av lån jämför företaget räntor och villkor hos olika banker. Tycker det är viktigt med lyhördhet och snabb hantering från bankens sida.

Finansiell rådgivning

Använder sig av finansiell rådgivare för att analysera olika låneupplägg och få hjälp med skattejuridiska frågor till exempel.

Överkottslikviditet

Ibland har företaget en beredskap för nya affärer och väljer då att ligga med en viss överskottslikviditet, ibland görs också kortsiktiga, spekulativa investeringar i värdepapper. Investeringarna i värdepapper kan även vara trygga investeringar. Pengarna förvaras på konto fram till att de investeras.

5.3.2 P2 (Mindre)

Finansiering

Finansierar sig med banklån men även “en egen insats också”.

Räntestrategi

P2 väljer som räntestrategin att använda rörliga lån, det vill säga lån med tremånaders ränta. Över tid bedömer man att den rörliga ränta kommer vara billigare och man anser sig ha marginaler för att klara en ränteuppgång. Man försöker dock “vara smarta” och binda när det verkar billigt även om man konstaterar att det inte är här pengarna finns.

Risker och riskhantering

Riskminimering i verksamheten sker först och främst genom att man försöker underhålla fastigheterna väl samt att man jobbar nära hyresgästerna. Gällande finansiella risker så försöker man vara noga vid investeringar. Man räknar på investeringar för att på så sätt avgöra om risken

står i relation till avkastningen samt försöker noga tänka igenom vad som måste åtgärdas i fastigheten. Ränterisken är man beredd att ta och förklaringen till att andra bolag inte gör det tror man beror på att det i stor utsträckning är tjänstemän som tar de besluten.

Långgivare

Vid finansiering har P2 tidigare använt sig av en och samma bank under en lång period men har nyligen bytt till en annan. Bytet berodde på att den nya banken kunde erbjuda väsentligt mycket bättre räntor. Man är dock noga med att poängtera att man inte byter bank ofta.

Finansiell rådgivning

Bolaget använder sig inte av någon finansiell rådgivare utan förlitar sig på sina egna kunskaper och bankernas råd.

Överskottslikviditet

Överskottslikviditet används för att amortera på lånen samt för nya investeringar. Man placerar inte i värdepapper via bolaget, även om det övervägts.

5.3.3 P3 (Större)

Finansiering

Använder sig av bankfinansiering men har även börjat titta mer på andra finansieringssätt som företagsobligationer, vilket är mer vanligt ute i övriga världen men även kommer bli vanligare i Sverige. En anledning är bankernas nya regelverk vilket gör det osäkert hur hög kostnaden blir för att låna kapital framöver, sen är också tillgången på kapital viktig och då måste man vidga sig när det gäller finansieringsmöjligheter.

Räntestrategi

Räntestrategin för P3 är rörliga lån vilka sedan konverteras till bundna lån med hjälp av derivat. "Och där har vi haft en väldigt konservativ, en oerhört vill jag nog säga konservativ, syn så vi har ju nittio procent egentligen av våra lån hedgade i derivatprodukter."

Löptiderna, snittförfallen för derivaten, ligger på cirka fem år. Strategin har dock medfört att man inte har kunnat dra någon större nytta av de låga räntenivåerna.

Risker och riskhantering

P3 använder derivat för att säkra sig mot räntefluktuationer, framförallt ökande räntor som anses vara en stor risk och därför har man valt en nästan fast räntestruktur. Ser derivat som en handelsprodukt. Vakansrisker är en stor risk och kan leda till lägre intäkter som inte kan täcka kostnaderna, denna risk har minimerats genom fokus på tillväxtregioner och centrala fastighetslägen vilket ger ett "lågt men stabilt flöde". Fastighetsvärdena anges som en tredje risk vilken påverkas av:

Framförallt av samhällsutvecklingen i övrigt, räntenivå, lågkonjunktur, högkonjunktur med mera...Man får ju ha en belåningsgrad som uppgår till max blablabla annars har banken rätt att. Man måste ha en viss öh ränteteckningsgrad, det vill säga att man måste ha ett visst kassaflöde, det är ju ofta såna vanliga statuter som bankerna ställer upp.

Långgivare

P3 har en dominerande bank med ungefär femtio procent av de totala lånen och resterande är utspritt på andra banker. Anledningen till att den dominerande långgivaren har en så stor andel av lånen är att de hade en större del av finansieringen från början och att man i samband med detta också har ett färdigt avtal med kreditlina som man snabbt kan låna vidare på i samband med att man förvärvat fastigheter som uppfyller de bestämda villkor som är avtalade om. På så har man sätt successivt ökat lånen till den banken. Av riskhänseende angående låneförfall anser intervjupersonen att det är bättre att dela upp låneförfallen över tiden så att man sprider risken när lånen förfaller och ska sättas om. Så av riskhanteringskäl är det därför bättre att dela upp lånen på flera parter så man inte är beroende av en enda stor aktör. P3 fick vissa problem i samband med finanskrisen, bankerna ville omförhandla marginalerna på lånen men P3 har aldrig använt standardavtal när de skriver på avtal om lån, vilket är vanligt förekommande och där bankerna har rätt stor frihet att under olika förutsättningar komma med förändringar. Man har istället alltid tagit fram avtal som minimerar risken för ofördelaktiga förändringar av lånevillkor:

Det har vi haft en god fördel av just i dom hära tiden, många olika fastighetsägare drabbades av detta, höga marginaler men vi hade vattentäta avtal så att vi kom igenom det utan några förändringar.

P3 har en löpande kontakt med bankerna:

Både med befintliga men även med presumtiva banker, det är ju minst lika viktigt så att man har ett brett nät, dels med det befintliga men också med då andra banker för att se vad finns det för alternativ eller det odlar självklart kunskaper och deras kunskap för oss och vi om dem.

Finansiell rådgivning

För finansiell rådgivning lyssnar P3 på bankerna och har ett utbyte kring derivatprodukter och derivathandel men inte angående lån i övrigt:

När vi egentligen sitter och lyssnar med bank och deras kundrådgivare eller vad det är för typ av lån och så vi ska ha så lyssnar vi nog inte på råden där....Men just mycket med derivat asså hur arbetar man aktivt med olika säkringsinstrument, där är mycket utbyte och dom råden lyssnar vi på.

Överskottslikviditet

Överskottslikviditen placeras inte i några spekulativa papper, som exempelvis aktieplaceringar, utan P3 håller överskottslikviditet på konto eller i "bergsäkra obligationsportföljer":

Ja överskottslikviditet placerar vi egentligen koncerniellt om man säger så, vi har en kassa här upp till en viss nivå som vi tycker att där ska vi ligga sen använder vi egentligen placeringen på koncerniell nivå. Men vi är mest glada för att vi har den överskottslikviditeten vi har för att förvärva nya fastigheter, det är liksom det som och sen ska vi försöka hålla så att vi aldrig går under en miniminivå som vi själv då har satt upp.

5.3.4 P4

Finansiering

Finansiering som används säger P4 är dels egna vinster från tidigare projekt och dels bankfinansiering.

Räntestrategi

P4 använder rörliga lån som kombineras med swappar och räntetak som räntestrategi. Räntebindningen hanteras genom att ungefär hälften av lånestocken är säkrad genom derivatlösningar. Resonemanget bygger på hur man ser att likviditetsbehovet är framöver, men man poängterar också att det finns ett stort mått av fingertoppskänsla.

Risker och riskhantering

De stora riskerna som bolaget ser är dels ränterisken och dels likviditetsrisken om bankerna skulle säga upp krediterna.

Långgivare

Bolaget använder sig av två långgivare vilka idag har ungefär hälften av lånestocken. Dock anser man att en av dessa är deras huvudbank. Valet att ha två stycken långgivare är ett resultat av att man vill ha mer än en bank som är insatt i verksamheten samtidigt som man konstaterar att det är viktigt att bibehålla en relativt stor mängd krediter hos en och samma långgivare för att denne inte ska tappa intresset. Vid upphandlingar kontaktar man flera institut.

Finansiell rådgivning

P4 använder sig av konsulter på finansieringsområdet för finansiell rådgivning. Dels har dessa utarbetat en finanspolicy men konsulter har även hjälpt till i samband med större upphandlingar på finansmarknaden.

Överskottslikviditet

Överskottslikviditet har alltid investerats i nya projekt.

5.3.5 P5 (Större)

Finansiering

P5 finansierar sig till stor del internt men har även en betydande del extern finansiering. Bolaget är för tillfället inne i en kraftig expansionsfas och avser att öka den externa finansieringen för att kunna bibehålla en hög expansionstakt.

Räntestrategi

Som räntestrategi använder P5 sig av rörliga lån baserade på STIBOR kombinerat med ränteswappar. Man handlar dock upp både lån och ränteswappar inom ramen för samma upphandling. I praktiken liknar upplägget enligt P5 lån till fast ränta.

Risker och riskhantering

P5 håller en förhållandevis låg extern belåningsgrad på sitt fastighetsbestånd och ser det som ett sätt att minska riskexponeringen. Idag ligger den strax under 40% men ägaren tillåter en belåningsgrad på 60%. Man konstaterar ändå att ”något som vi fokuserar väldigt mycket på är att vi inte ska ha att det något år blir kritiskt liksom med ...2014 att alla lån ska refinansieras då”. En annan väsentlig del i riskhanteringen är att bolaget alltid använder egna avtal och försöker få igenom en klausul i låneavtalet om att kunna lösa lån i förtid samtidigt som bankens möjlighet till uppsägning är begränsad. Tanken med detta är att kunna dra nytta av en stark finansiell ställning när det är lågkonjunktur.

Långgivare

P5 jobbar idag aktivt för att öka antalet långgivare. Idag har man 5 st, varav en är att anse som en ”preferred partner” och husbank, vilken hanterar alla betalningar. Kontaktar flera banker med låneförfrågan när behov uppstår.

Finansiell rådgivning

För finansiell rådgivning använder P5 sig enbart av intern kompetens på området.

Överkottslikviditet

Överskottslikviditet placeras dels internt men även i olika former av finansiella instrument med låg risk. P5 konstaterar att det är ”ingen spekulation”.

5.3.6 Allmänna observationer för privata fastighetsbolag

Företrädare för bolagen

Företrädarna för de privata fastighetsbolagen har även de överlag en gedigen erfarenhet från fastighetsbranschen. I några fall är de företrädare vi träffat även ägaren av företaget och i dessa

fall har personen i fråga följt bolaget under en lång tid. I jämförelse med de kommunala bolagen så är den generella utbildningsnivån hos de företrädare för privata bolag som vi träffat väl så god.

Ägarstruktur

De privatägda bolagen ägs allt som oftast av en eller ett fåtal förmögna privatpersoner. Av tekniska skäl förekommer det att man valt att dela upp bolaget i ett antal mindre bolag, men koncernen drivs ändå i all väsentlighet som ett bolag i de flesta fallen.

Geografisk spridning

Som nämnts tidigare kan de privata fastighetsbolagen dra nytta av att diversifiera sig geografiskt. Hur denna möjlighet utnyttjas varierar, men de bolag som är med i vår studie har dock samtliga en betydande del av sin verksamhet i sydvästra Skåne.

Säkerheter

Samtliga privata bolag i vår studie använder sig av pantbrev i fastigheter som säkerhet för sina krediter.

5.3.7 Sammanställning

Tabell 2: *Sammanställning av finansieringstrategier för privata fastighetsbolag*

Bolag	P1 (Mindre)	P2 (Mindre)	P3 (Större)	P4	P5 (Större)
Typ av lån	Rörliga och bundna	Rörliga	Rörliga	Rörliga	Rörliga
Lösning för räntebindning	Bundna lån	Tar risken	Swap	Swap och räntetak	Swap
Föredragen säkerhetsform	Pantbrev	Pantbrev	Pantbrev	Pantbrev	Pantbrev
Antal finansieringsinstitut	Ett	Ett	Sju	Två	Fyra-fem

Som framgår av tabell 2 förekommer det olika finansieringstrategier bland de privata fastighetsbolagen. Man kan även konstatera att pantbrev är den enda säkerhetsformen som

används. Antalet finansieringsinstitut varierar kraftigt och där ser vi en stark korrelation med bolagens storlek samt utsträckningen i vilken ägaren är inblandad i den dagliga verksamheten.

5.4 Bankens perspektiv

I det här avsnittet redogör vi för den intervju vi gjort med Jonas Darte från Handelsbanken. Jonas funktion gentemot fastighetsbolag är att han fungerar rådgivande till kundansvariga på kontoren i södra Sverige och har därmed god insikt i finansieringsfrågor för fastighetsbolag i hela södra Sverige. Intervjun bestod av ett samtal som berörde problematiken i vår uppsats i stort och vi väljer därför att redovisa intervjun under ett antal sammanfattande rubriker.

Säkerheter

De kommunala fastighetsbolagen säkerställer oftast sina krediter genom att den egna kommunen går i borgen. Kommunal borgen är ur bankens perspektiv att se som statsrisk. I nuvarande regelverk behöver bankerna ej hålla något eget kapital för utlåning mot statsrisk. Om vi istället tittar på den privata fastighetsägaren, så strävar denne rent ekonomiskt efter att nå så hög avkastning på eget kapital som möjligt. Implicit innebär detta att den privata fastighetsägaren strävar efter att nå så hög belåning som flödet i fastigheten/fastigheterna tillåter. Ur bankperspektivet innebär en högre belåning en högre risk för banken. Ju högre risk banken har desto mer eget kapital måste banken avsätta. Det vill säga den privata fastighetsägarens implicita önskan om så hög belåning som möjligt gör att denne ur ett risk perspektiv rör sig ifrån den låga "statsrisken". Med tanke på att banken prissätter risk innebär en högre risk ett högre pris.

Val av långivare

Kommunerna lyder under lagen om offentlig upphandling. Det är därför priset som i absolut första hand styr vid upphandling av finansiering för ett kommunalt bolag. Priset är även viktigt för den privata fastighetsägaren, men där finns det även andra bevekelsegrunder som kommer ifråga så som exempelvis personlig relation, service, flexibilitet etc.

Antal finansieringskällor

Om man ska nämna någon gräns för när det börjar bli intressant/lämpligt att ha mer än en finansieringskälla så skulle man kunna se att den gränsen går vid ca 200-300 miljoner kr. Att dela upp pantbrev i samma fastighet på flera kreditgivare fungerar, men det kan bli administrativt tungrott och det minskar flexibiliteten vid exempelvis en snabb affärsmöjlighet. Det är dock alltid bra att ha tillgång till upparbetade kanaler till flera finansieringskällor oavsett kreditstorlek.

Optimal finansieringsstrategi

Som en avslutande fråga undrar vi hur Jonas anser att fastighetsbolagen bör hantera sin finansiering. Jonas förklarar då att kunskapsnivån om finansieringslösningar är varierande både hos kommunala och privata fastighetsbolag . Om man anser att man saknar kompetensen ska man inte ge sig på avancerade lösningar utan använda sig av enklare lösningar som traditionella fasträntelån och räntetak.

Om den vanligt förekommande lösningen med rörliga lån med swappar förklarar Jonas att fördelen är att man kan ”separera på kapitalbindningen och räntebindningen”. Men sen ska man inte ha ”för stor obalans i räntebinding och kapitalbindning” Man ska inte sätta sig i en situation där ”Lehman stängde i morse och jag ska omsätta alla mina krediter”. ”I en sådan situation har kommunerna en oerhörd fördel, gentemot den privata fastighetsägaren...kommunerna har råd att ha en kortare kapitalbindning” på grund av att de mer eller mindre alltid kan få tillgång till kapital. Privata bolag som är något så när professionella bör ha en längre kapitalbindning vilket gör att utöver skillnaden i statsrisk och lån till privata bolag uppstår en ytterligare ökad kostnad för de privata bolagen.

För ett bolag typiskt för vår studie skulle Jonas som optimal strategi jobbat med räntetak istället för swappar och försökt hålla sig på en snittduration på 2,5-3 år. Jonas tar även upp certifikatprogram som en möjlig finansieringsform, men detta kräver att bolaget har ett tillräckligt stort kreditbehov.

6. Diskussion och slutsatser

I detta kapitel redogör vi för och diskuterar de slutsatser vi drar av vår studie.

I den här uppsatsen har vi studerat skillnaden i finansiellt risktagande mellan kommunala och privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne. Vi har här valt att diskutera de slutsatser vi drar under ett antal rubriker för att öka överskådligheten.

Likviditetsrisker

Den mest väsentliga skillnaden vi funnit ligger i synen på och hanteringen av likviditetsrisker. Detta grundar sig i att de kommunala bolagen har möjlighet att använda sig av kommunal borgen för att på så sätt få en mer fördelaktig finansiering. Den kommunala borgen är en bättre säkerhet än de säkerheter privata fastighetsbolagen kan ställa med pantbrev. Risken för att inte få tillgång till kapital upplever vi som betydligt mindre för de kommunala bolagen. Vi ser fyra anledningar till detta. För det första så har de kommunala bolagen möjlighet att låna från Kommuninvest. Vi anser detta vara en väsentlig fördel. Detta gäller även för de bolag som verkar i kommuner som valt att inte vara medlemmar i Kommuninvest då vi bedömer att dessa kommuner vid behov kan bli medlemmar med kort varsel. Exempelvis löste K1 sina problem då bankerna sa upp lån under finanskrisen genom att refinansiera lånen via Kommuninvest. Skulle en privat aktör råkat ut för samma problem hade det eventuellt resulterat i konkurs alternativt en väldigt ofördelaktig räntekostnad till följd av det för tiden mycket ogynnsamma marknadsläget och den låga kreditillgängligheten. Genom det solidariska borgensansvaret i Kommuninvest är risken i praktiken att likna vid statsrisk och förutsättningarna för att få tillgång till kapital är därmed mycket god. För det andra så är kommunal borgen att betrakta som en avsevärt mycket starkare säkerhetsform även vid utlåning från andra kreditinstitut vilket medför lägre kapitaltäckningskrav för bankerna. Vid en kris är det därför troligt att kreditgivarna prioriterar den typen av utlåning och de kommunala fastighetsbolagens risk för uppsägning av krediter bör därmed vara avsevärt mindre än för privata fastighetsbolag. För det tredje innebär

borgensåtagandet att de kommunala bolagen inte behöver ställa pantbrev som säkerhet för sina krediter. Detta gör att de kommunala bolagen undviker den omedelbara problematiken kring en tillfälligt sviktande fastighetsmarknad samtidigt som krediter ska refinansieras. För det fjärde finns ofta möjligheten att låna direkt från kommunen, till bra ränta och i övrigt fördelaktiga villkor. Effekten av dessa fyra möjligheter visar sig tydligt i de resonemang som de kommunala bolagen använder kring likviditetsrisker. Tydligast är K1 som säger att ”man kan prata om likviditetsrisker men det blir nästan fånigt”. Vi ser också de praktiska tillämpningarna av detta när K3 under rådande finanskris 2008 lånade pengar av kommunen till vad man ansåg vara en bra ränta. K4 har tagit det ett steg längre och använder sig av krediter genom kommunen även vid normala förhållanden på finansmarknaderna. I jämförelse är enligt vår bedömning de privata bolagen betydligt mer oroad för likviditetsproblem. De två största ,P3 och P5, använder sig alltid av egna avtal med avsikt att minimera bankernas möjlighet att säga upp krediterna i förtid och på så sätt säkrar man kapitalbindningen. Detta skiljer sig från de kommunala bolagen vilka inte framhållit att man gör på detta sätt. Även i de andra privata bolagen inser man att likviditetsrisk är en högst påtaglig risk även om man i vissa fall väljer att ta den. Vi anar att detta beror på att fastighetsbolaget hanteras i anslutning till ägarnas privatekonomi och ägarna anser sig klara ekonomiska påfrestningar om man tittar på ekonomin i sin helhet.

Ränterisker

Vad det gäller ränterisker så är både kommunala och privata bolag väl medvetna om att kostnaderna för finansieringen kan öka om räntan utvecklas ofördelaktigt. Lösningen som väljs är även den väldigt snarlik. Både privata och kommunala bolag väljer i regel att hantera ränterisken med hjälp av swappar men motiveringen för att göra på detta sätt är ofta väldigt vag. Det verkar ändå, de vaga motiveringarna till trots, som att företagen ser detta som den optimala strategin för att hantera ränterisker. En motivering som nämnts är flexibiliteten som swappar ger men detta är då en generell kommentar om swappar snarare än en motivering till varför swappar passar för bolaget i fråga. Det finns däremot en tydlig skillnad gällande hur väl räntebindingen matchar kapitalbindningen. I de privata bolagen tenderar den att vara väl matchad och exempelvis P5 säkrar kapitalbinding och räntebinding inom ramen för samma upphandling. I de kommunala bolagen är skillnaden större och exempelvis K5 har valt att köpa swappar med trettioårs löptid

samtidigt som man har rörliga lån för kapitalbindningen. Den här typen av skev fördelning är som Darte (Personlig kommunikation, 25 mars, 2011) förklarade inte att rekommendera. Att de kommunala bolagen är villiga att ha den ser vi som ett tecken på att oron för kapitaltillgången är väldigt låg.

Vår studies resultat visar även en samstämmighet med Antoniou, Zhao och Zhou (2009) samt Faulkender (2005) och vi ser att båda typerna av bolag i vår studie försöker pricka in tidpunkten när man binder räntor med den mest fördelaktiga marknadssituationen för att åstadkomma så låga räntekostnader som möjligt.

Inställning till risktagande i övrigt

Avseende övrigt risktagande ser vi en påtaglig tendens att de privata bolagen är mer benägna att ta risker, framförallt vid placering av överskottslikviditet. Vi anar att det ökade risktagandet kan härledas till att de privata ägarna hanterar bolaget i anslutning till sin privatekonomi emedan det i de kommunala bolagen är tjänstemän med intresse i att bolaget ska leverera ett jämnt resultat för att behålla sina jobb som tar beslutet. Vi ser även stora risker i att enskilda befattningshavare i vissa fall förefaller kunna fatta finansieringsbeslut för flera hundra miljoner kronor på egen hand. I dessa beslutsprocesser borde rimligtvis fler vara involverade för att begränsa risken. Vi upplever att denna problematik är vanligare i kommunala fastighetsbolag. Å andra sidan ser vi att de kommunala bolagen i vår studie oftare använder sig av extern finansiell rådgivning vilket tyder på att de kommunala bolagen har en insikt om att de emellanåt saknar kompetens på området.

Angående konkursrisk i kommunala fastighetsbolag så är tanken med att driva bolagen i aktiebolagsform att de ska vara självständiga. När vi frågat om risken för konkurs så är de kommunala fastighetsbolagen dock samstämmiga i synen att det i praktiken är omöjligt för dem att gå i konkurs på grund av att kommunen skulle tillföra kapital. Ett privat fastighetsbolag i samma situation löper en risk att gå i konkurs. Den implicita konkursgarantin riskerar att resultera i felaktiga investerings- och kostnadsbeslut. I slutändan får skattebetalarna bära kostnaden för detta.

Borgensavgift

Avsikten med borgensavgiften är att kompensera för fördelen med kommunal borgen. I vår studie tycker vi det förefaller som att prissättningen av borgensavgiften är inkonsekvent och varierar mer än vad som är motiverat i de bolag som vi undersökt. Med bakgrund av detta anser vi det vara troligt att borgensavgiften inte tas ut marknadsmässigt, vilket också bekräftats i våra intervjuer. Exempelvis berättar K5 att man delar på skillnaden mellan vad det kostar att låna med kommunal borgen och vad det skulle kostat annars. Med bakgrund i resultatet för likviditetsrisker och ränterisker ovan ställer vi oss också frågande till vad som bör vara jämförelsegrundande för att avgöra vad borgensavgiften borde vara. Ett kommunalt bolag behöver oroa sig mindre för tillgången på kapital och kan därför välja lån med kortare löptid. En relevant jämförelse för att avgöra borgensavgiften borde således grunda sig på en jämförelse mellan den räntan som ett kommunalt bolag får betala för en rörlig ränta och räntan ett privat bolag får betala för lån med längre löptid.

En ytterligare aspekt på denna problematik är att borgensavgiften i praktiken fungerar som en extra utdelning från bolaget. Risker är att en felaktig, för låg prissättning av borgensavgiften riskerar leda till att kommunala bolag tar projekt som privata bolag inte skulle ta sig an. Samtidigt är det svårt att motivera att de kommunala bolagen inte ska utnyttja den finansieringsform som är billigast sett ur ett ägarperspektiv. I anknytning till detta är det också intressant att notera att inget av de privata bolagen använder sig av borgensåtgående trots att det finns finansiellt starka ägare i bakgrunden.

Vår bedömning är att variationen i borgensavgift inte är motiverad ur riskhänseende bland de bolag som vi studerat, dock har vi här enbart sett till det kommunala bolaget och inte den enskilda kommunens ekonomiska situation som möjligen kan påverka borgensavgiftens prissättning. Samtliga bolag finns i kommuner i sydvästra Skåne och vi tycker därför att den makroekonomiska riskprofilen inte bör skilja så mycket att det motiverar kraftiga skillnader.

Reglering

Skillnaderna som beskrivits i denna uppsats är inte enbart till fördel för de kommunala bolagen, som är föremål för en större mängd reglering än de privata. Lagen om offentlig upphandling

utgör en betydande skillnad. Denna begränsar möjligheten för de kommunala bolagen att fokusera sitt engagemang i banker till ett fåtal, vilket de privata bolagen i en större utsträckning väljer att göra med motiveringen att det resulterar i bättre bankrelationer.

De kommunala bolagen befinner sig också i en tvetydig situation beroende på att de ska agera både affärsmässig och allmännyttigt vilket försvårar styrningen av bolaget. Detta gör att valet av optimalt finansieringssätt oklart och kan således påverkas av att styrelsen exempelvis har en preferens för att stötta samhället genom att betala borgensavgift istället för att betala till bankerna. Vidare utsätts de kommunala bolagen i viss mån för en politisk ägarstyrning och en mindre kontinuitet vilket riskerar att leda till omfattande förändringar av verksamhetsinriktningen som inte förekommer i de privata bolagen i samma utsträckning.

En ytterligare intressant aspekt vi noterat är att det var väldigt svårt att hitta privata fastighetsbolag i samma storleksordning som de kommunala fastighetsbolagen. Med anledning av detta misstänker vi att storleken på de kommunala bolagen är sub-optimal som ett resultat av att de endast får verka inom ett begränsat område. Detta ser vi även i form av att det lite större kommunala bolaget i vår studie, K4, använder en mer avancerade modell för beslut kring finansieringen än vad övriga kommunala bolag gör. Vi upplever också att samarbetet mellan de kommunala bolagen på finansieringsområdet kunde vara mer effektivt. Bortsett från Kommuninvest verkar det inte finnas någon typ av finansiellt samarbete eller riktlinjer för hur optimal finansiering bör se ut.

Avslutande kommentarer

Med denna uppsats har vi klargjort hur det finansiella risktagandet skiljer sig för ett urval av kommunala- respektive privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne. Vår studie bidrar med kunskap inom ett ofullständigt kartlagt område, nämligen de kommunala fastighetsbolags finansiering och finansiella risktagande. Vi har konstaterat att det finns en rad skillnader i finansiellt risktagande mellan kommunala och privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne och att dessa skillnader till största del beror på företagens förutsättningar och möjligheter. Den viktigaste skillnaden är att kommunala fastighetsbolag, som ett resultat av att de kan ställa bättre säkerheter och har tillgång till fler finansieringskällor, är avsevärt mycket mindre oroade över tillgången på kapital. En effekt av detta är att de kommunala fastighetsbolagen kan tillåta en större skillnad mellan ränte-

och kapitalbindingstider. Ränterisken bedömer vi annars hanteras relativt lika. Det finns också som diskuterats ovan ett flertal ofördelaktiga regleringar som i huvudsak påverkar de kommunala bolagen negativt. I vilken utsträckning detta kompenserar för möjligheten till en fel prissatt kommunal borgen, kommunala lån och Kommuninvest upplåning är dock oklart. Sammantaget är vår slutsats att möjligheten att hantera och risken att utsättas för finansiella risker är betydligt mindre för de kommunala fastighetsbolagen.

Med andra ord bekräftar vi vår hypotes att kommunala fastighetsbolag har bättre förutsättningar och fler möjligheter för att hantera finansiellt risktagande. Vi bekräftar även att kommunala fastighetsbolag är mindre benägna att oro sig för likviditetsproblem eller konkurs och tar mer riskfyllda positioner i sin finansiering av verksamheten. Detta gäller främst separationen av ränte- och kapitalbinding. Slutligen bekräftar vi också att kommunala fastighetsbolags möjligheter att ställa bättre säkerheter medför en större flexibilitet och tillåter större finansiellt risktagande.

7. Förslag till fortsatta studier

I detta kapitel presenterar vi områden vi stött på i vårt uppsatsarbete som vi finner intressanta för fortsatta studier.

Utvecklingen på fastighetsmarknaden framöver är för tillfället något oklar och det kommer bli intressant att följa hur den nya lagstiftningen kommer påverka marknaden. Vår bedömning är att det i framtiden kommer vara intressant att studera vilket genomslag de genomförda lagändringarna får i praktiken. Redan nu finner vi det dock intressant att undersöka hur prissättningen av borgensavgift går till och vad en rimlig prissättningsmodell för att uppnå dess syfte skulle kunna vara. Ytterligare studier skulle kunna göras för att klargöra vad som är optimalt finansiellt risktagande för den här typen av bolag. Det skulle även vara intressant att undersöka möjligheten till certifikatprogram för fastighetsbolag på den svenska marknaden. Vidare skulle det också vara intressant med en utredning som inkluderar andra kommunala bolags finansiella risktagande, kanske finns det skillnader mellan olika verksamheter och branscher. Vi ser även anledning att undersöka om den nya svenska lagstiftningen är tillräckligt stark för att efterleva de regler som finns inom ramen för EU-samarbetet gällande fri konkurrens. Det är möjligt att detta är en fråga som framöver kommer prövas i domstol.

Referenser

- Almström, R., Ivemyr, F. (2007). *IASB:s standarder passerar onoterat förbi: En studie av onoterade koncernmoderbolags tillämpning av internationella redovisningsstandarder*. (C-Uppsats). Uppsala Universitet, Företagsekonomiska institutionen, 753 13 Uppsala.
- Andersen, T. J. (2006). *Global Derivatives, a Strategic Risk Management Perspective*. Harlow: Financial Times/Prentice Hall.
- Andersson, B-E. (1994). *Som man frågar får man svar*. Andra upplagan. Kristianstad: Kristianstad Boktryckeri AB.
- Antoniou A., Zhao H., Zhou R. (2009). Corporate debt issues and interest rate risk management: Hedging or market timing?. *Journal of Financial Markets*, 12, 500-520.
- Arnold, G. (2008). *Corporate Financial Management*. Fjärde upplagan. Harlow: Pearson Education Limited.
- Backman, J. (1998). *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.
- Balsam, S., Kim, S. (2001). Effects of interest rate swaps. *Journal of Economics & Business* 53, 547-562.
- Bartram, S. (2002). The Interest Rate Exposure of Nonfinancial Corporations*. *European Finance Review* 6, 101-125.
- Borg, L., Lind, H. (2006). *De allmännyttiga bostadsföretagens roll på bostadsmarknaden*. (Rapport 2006). Stockholm: Kungliga tekniska högskolan, Institutionen för Fastigheter och Byggnad, Avd för Bygg- och Fastighetsekonomi.
- Bruggeman, W. B., Fisher, J. D. (1993). *Real Estate Finance and Investments*. Nionde upplagan. Homewood, Boston: Richard D. Irwin, inc.
- Chaney, A., Hoesli, M. (2010). The interest rate sensitivity of real estate. *Journal of Property Research*, 27(1), 61-85.

- Covitz D., Sharpe S. (2005). *Do Nonfinancial Firms Use Interest Rate Derivatives to Hedge?* (2005-39). Washington D. C.: Financial and Economics Discussion Series, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board.
- Culp, C. (2006). *Structured Finance & Insurance, The Art of Managing Capital and Risk*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Culp, C. (2001). *The Risk Management Process, Business Strategy and Tactics*. New York: Wiley, cop.
- Enz, T., Ravara, C. (2005). Mezzanine Finance – A Hybrid Instrument with a Future. *Credit Suisse Economic Research, Economic Briefing*, 42.
- Fabozzi, F. J. Shiller, R. J. Tunaru, R.S. (2010) Property Derivatives for Managing European Real-Estate Risk. *European Financial Management*, 16(1), 8-26.
- Fastighetsägarna (2011). *Om oss*. [Hemsida] Tillgänglig på:
<<http://www.fastighetsagarna.se/om-oss-se>> [Hämtad 2011-03-16].
- Faulkender, M. (2005). Hedging or Market Timing? Selecting the Interest Rate Exposure of Corporate Debt. *The Journal Of Finance*, 60(2), 931–962
- Gray, D. F., Malone, S. W. (2008). *Macrofinancial risk analysis*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Holm, B. (2011). Introduktionsföreläsning FEKP90. Ekonomi högskolan vid Lunds Universitet, Företagsekonomiska Institutionen, 220 07 Lund. 2011-01-17.
- Higgins, R. C. (2009). *Analysis for Financial Management*. Nionde upplagan. New York, NY: McGraw-Hill, Inc.
- Hull J., Nelken I., White A. (2004). Merton's Model, Credit Risk, and Volatility Skews. *Journal of Credit Risk*, 1(1), 3-28.
- Hyresgästföreningen 2011. *Vilka är vi*. [Hemsida] Tillgänglig på:
<http://www.hyresgastforeningen.se/Om_Oss/Vilka_ar_vi/Sidor/default.aspx> [Hämtad 2011-03-16].

- Hägström, B. (2010, feb, 1). Bostadsbrist eller bostadskris?. *Sydsvenskan*, [Hemsida], Tillgänglig på: <<http://www.sydsvenskan.se/malmo/article626111/Bostadsbrist-eller-bostadskris.html>> [Hämtad 15 Mars 2011].
- Jansson, A., Mauritzon, E. (2005). *IAS 40 Förvaltningsfastigheter: första tillämpningen i svenska börsnoterade fastighetsföretag*. (Magister uppsats). Ekonomi högskolan vid Lunds Universitet, företagsekonomiska institutionen, 220 07 Lund.
- Jensen M. C., Smith, C. W. (1984). *The Modern Theory of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Kim, K. A., Nofsinger, J. R., Mohr, D. J. (2010). *Corporate Governance*. Tredje upplagan. Upper Saddle River: Pearson.
- Kommuninvest (2011a). *Kommuninvest ekonomisk förening*. [Hemsida] Tillgänglig på: <<http://www.kommuninvest.se/website1/sv/kommuninvest-ekonomisk-foerening/kommuninvest-ekonomisk-foerening.php>> [Hämtad 2011-03-16].
- Kommuninvest (2011b). *Vår Historia*. [Hemsida] Tillgänglig på: <<http://www.kommuninvest.se/website1/sv/var-historia/var-historia.php>> [Hämtad 2011-03-16].
- Kommuninvest (2011c), *Kommuninvest i Sverige AB* [Hemsida] Tillgänglig på: <<http://www.kommuninvest.se/website1/sv/start/start.php>> [Hämtad 2011-05-11].
- Kvale, S., Brinkman, S. (2009). *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Studentlitteratur: Lund.
- Lambert, M., Burnard, L. (2002). How property companies are increasingly using non-vanilla hedging structures to reduce their interest rate exposure. *Briefings in Real Estate Finance*, 1(4), 295-301.
- Lantmäteriet (2011). *Inskrivning - Skatt och Avgift*. [Hemsida] Tillgänglig på: <http://www.lantmateriet.se/templates/LMV_ImTaxesPage.aspx?id=16002> [Hämtad 2011-03-09].
- Larsson, L., Zetterstedt, J. (2010). *Fastighetsrapporten*. Stockholm: Grant Thornton och Fastighetsnytt.

- Lennander, G. (2006). *Kredit och säkerhet*. Nionde upplagan. Uppsala: Iustus Förlag AB.
- Lind, H., Lundström, S. (2010). Owning vs leasing of realproperties in the Swedish public sector. *Journal of Corporate Real Estate*, 12(3), 175-184.
- Lind, H., Lundström, S. (2011). *Hur ett affärsmässigt bostadsföretag agerar*. (Rapport 2011:1) Stockholm: Kungliga Tekniska Högskolan, Institutionen för Fastigheter och Byggnad, Avdelningen för Bygg- och Fastighetsekonomi.
- Malkiel, B. G. (2008). *Interest Rates*. [Hemsida] Tillgänglig på:
<<http://www.econlib.org/library/Enc/InterestRates.html>> [Hämtad 2011-04-08].
- Modigliani, F., Miller M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nordlund, B., Lundström, S. (2011). *Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet*., Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 365-408. Stockholm: Sveriges Riksbank.
- Ogden, J. P., Jen, F. C., O'Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance. Policies and Strategies*. Upper Saddle River: Pearson.
- Retriever Sverige AB (2009). *Sökmanual för Retriever Business*. [Hemsida] Tillgänglig på:
<<https://www.retriever-info.com/se/>> [Hämtad 2011-03-16].
- Riksbanken (2011a). *Företagscertifikat*. [Hemsida] Tillgänglig på:
<<http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16743>> [Hämtad 2011-04-11]
- Riksbanken (2011b). *STIBOR Fixing*. [Hemsida] Tillgänglig på:
<<http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16743>> [Hämtad 2011-04-11]
- SABO (2011a). *Om SABO*. [Hemsida] Tillgänglig på:
<http://www.sabo.se/om_sabo/Sidor/default.aspx> [Hämtad 2011-03-16]

SABO (2011b). *Ny Allbolag, reviderad hyreslag och konsekvenser för hyresförhandlingarna*. [Hemsida] Tillgänglig på:

<[http://www.sabo.se/kunskapsomraden/hyror/hyror_11/Documents/Hyreskonferenser 2010 Jörgen och Maria.ppt](http://www.sabo.se/kunskapsomraden/hyror/hyror_11/Documents/Hyreskonferenser%202010%20J%20rgeren%20och%20Maria.ppt) > [Hämtad 2011-04-12].

Selling, T. I., Stickney, C.P. (1989). The effects of business environment and strategy on a firm's rate of return on assets. *Financial analyst journal*, 45(1), 43-52.

Smith, D, J. (1987). The Borrower's Choice between Fixed and Adjustable Rate Loan Contracts. *Real Estate Economics*, 15(2), 110–116.

Statens offentliga utredningar (2008). *Betänkande av Utredningen om allmännyttans villkor (SOU 2008:38)*. Stockholm: Svenska staten.

Svenska Bankföreningen (2011). *De fyra storbankerna*. [Hemsida] Tillgänglig på:

<[http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/03C87A40933FEB85C12576180046A87C?open](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/03C87A40933FEB85C12576180046A87C?open)> [Hämtad 2011-03-16].

Titman, S., Tompaidis, S., och Tsyplakov, S. (2005). Determinants of Credit Spreads in Commercial Mortgages. *Real Estate Economics*, 33(4), 711–738.

Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Woodstock: Princeton University Press.

Thurén, T. (2007). *Källkritik*. Andra upplagan. Nacka: Liber Ab.

Wetter, C., Karlsson, J., Rislund, O., Östman, M. (2004). *Konkurrensrätt – en handbok*. Tredje upplagan. Stockholm: Thomson Fakta AB.

Bilaga: Artikel

Finansiell riskhantering ett mindre problem för allmännyttan.

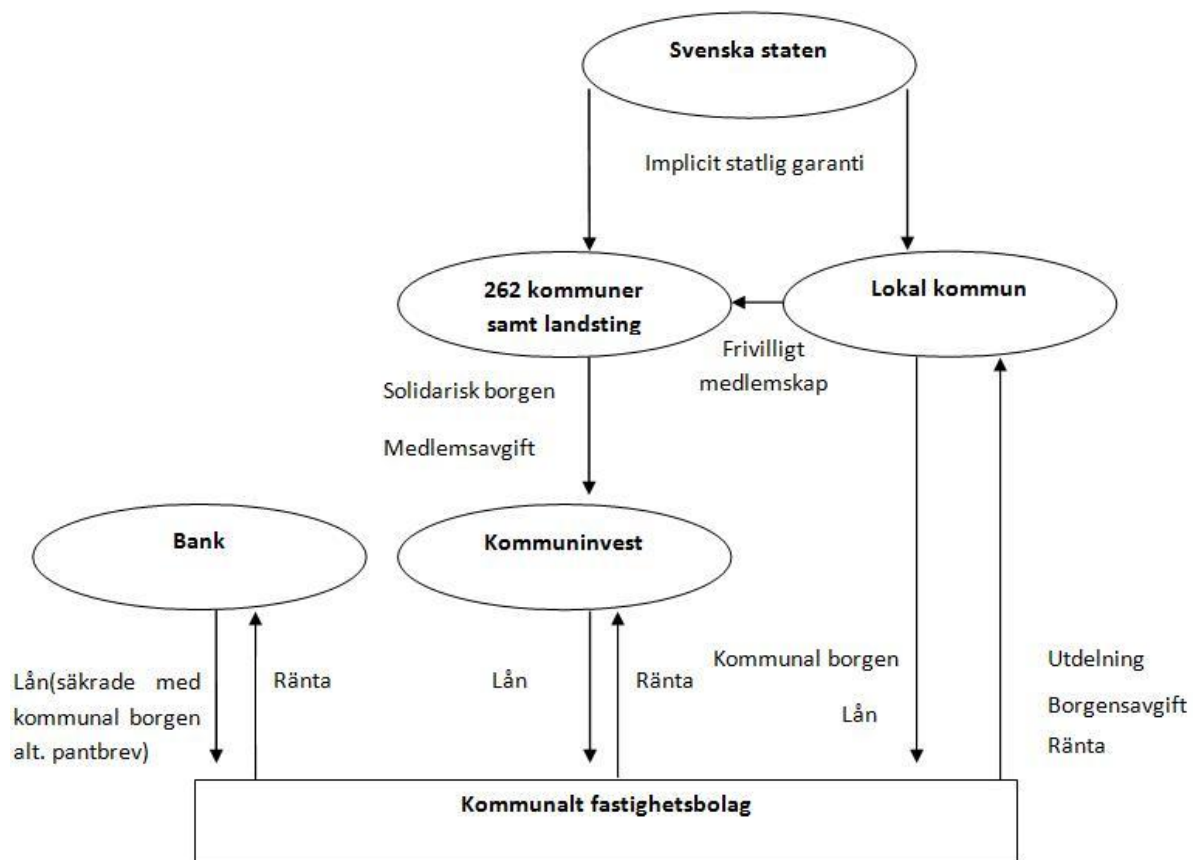
Fastighetsmarknaden och allmännyttans särställning gentemot privata aktörer har varit ett frekvent debatt- och forskningsområde under en längre tid. Kritiken har framförallt handlat om fastighetsbolagens intäktssida och förvånansvärt lite uppmärksamhet har riktats mot kostnadsidan. Vi valde därför att rikta uppmärksamhet mot detta område i vår magisteruppsats där vi visar att allmännyttiga bostadsbolag har klara fördelar vid finansiell riskhantering.

Fastighetsbranschen är en mycket kapitalintensiv bransch där en stor del av kostnaderna uppstår vid finansieringen av verksamheten. Valet av finansiering kan därför ha stort genomslag i ett fastighetsbolags resultat. Mot bakgrund av detta är det förvånande att kritik av den svenska bostadsmarknaden inte fokuserats mer direkt på detta område.

Vår magisteruppsats “Finansiellt risktagande i fastighetsbolag - En jämförelse mellan kommunala och privata fastighetsbolag i sydvästra Skåne” belyser delar av problematiken då vi visar att det finansiella risktagandet skiljer sig åt i kommunala och privata fastighetsbolag. Studien är baserad på totalt elva intervjuer, varav fem intervjuer med kommunala fastighetsbolag, fem intervjuer med privata fastighetsbolag och en med en bank. Resultaten visar att kommunala fastighetsbolag är väsentligt mycket mindre oroade för kapitaltillgången. Detta leder dels till ett större risktagande men framförallt ett mindre fokus på finansiell riskhantering.

En av de viktigaste faktorerna uppsatsen belyser är de kommunala fastighetsbolagens tillgång till fler finansieringsalternativ än de privata fastighetsbolagen. Även om de kommunala bolagen inte alltid utnyttjar möjligheterna så har de genom Kommuninvest och andra kommunala lånealternativ tillgång till finansiering som är klart bättre än vad motsvarande privata bolag har.

Utöver mängden finansieringsalternativ har de kommunala bolagen även fördelen att kunna ställa kommunal borgen som säkerhet för sina krediter. Detta är något som uppmärksammas och kommunerna ska numera ta ut en avgift för sina borgensåtaganden för att kompensera fördelen. Studien visar dock att det finns stora frågetecken kring huruvida denna borgensavgift prissätts korrekt i praktiken. Exempelvis resonerar ett av bolagen i studien att fastighetsbolaget och kommunen ska dela på den kostnadsreduktion som uppstår när man använder sig av kommunal borgen istället för pantbrev.



Grundläggande finansieringsalternativ för ett kommunalt fastighetsbolag består förutom av vanliga banker också av den lokala kommunen samt Kommuninvest. Bilden visar även den borgensförpliktelse kommunerna kan ställa för de kommunala fastighetsbolagens räkning (Baserad på Kommuninvest, 2011c).

Vad det gäller ränterisker har vi inte hittat några större skillnaderna mellan de två olika typerna av bolag vi undersökt. Vi konstaterar däremot att de kommunala bolagen kan tillåta sig en större skillnad mellan ränte- och kapitalbindningstid.

Uppsatsen visar också att fördelarna inte entydigt är till de kommunala bolagens fördel. I huvudsak beror det på att kommunala fastighetsbolagen är utsatta för en mer omfattande och i många fall begränsande lagstiftning. För det första styrs bolagen politiskt vilket riskerar att orsaka instabilitet då styrelsen kan bytas ut i samband med kommunalvalen vart fjärde år. Detta kan leda till inkonsekventa strategier och förändringar i verksamhetsinriktningen. För det andra begränsar lagen om offentlig upphandling deras möjligheter att bli relationskunder hos banker, något som kan resultera i sämre service och/eller sämre villkor. En intressant slutsats är också att det finansiella samarbetet mellan de kommunala bolagen är mycket begränsat och i princip inte existerar. Här finns alltså en stor möjlighet till förbättringar och kostnadsbesparingar som i slutändan skulle kunna komma hyresgäster och/eller skattebetalare tillgodo. Det är dock viktigt att hålla i åtanke att ett ökat samarbete skulle kunna skada konkurrenssituationen på marknaden och ge de kommunala bolagen ännu större fördelar. Vidare belyser uppsatsen att det råder en avsaknad av privata fastighetsbolag i samma storlek som de kommunala bolagen vilket kan tyda på att deras storlek är sub-optimal.

Sammanfattningsvis bedömer vi att de fördelar kommunala fastighetsbolag åtnjuter mer än väl uppväger de nackdelar som de samtidigt är utsatta för. Vi anser således att man kan ifrågasätta konkurrenssituationen på marknaden och att ytterligare forskning krävs för att vidare utreda fastighetsbranschens finansiering. Framförallt behövs mer forskning och jämförande studier mellan kommunala- och privatabolag samt specifikt av prissättningen på den borgensavgift de kommunala fastighetsbolagen betalar till kommunen.

Jacob Mejvik & Andreas Warne, Lunds universitet 2011-05-20