



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Riskhantering i fastighetsbranschen

En studie av fastighetsbolag och banker i Göteborgsregionen

MAGISTERUPPSATS I FÖRETAGSEKONOMI
Extern redovisning och företagsanalys

Höstterminen 2006

Handledare: Jan Marton
Anna Karin Pettersson

Författare: Rickard Borendal
Kristofer Osberg
Martin Oscarsson

Förord

Denna magisteruppsats har utarbetats under hösten 2006 på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Det har varit oerhört intressant och lärorikt att få studera hur fastighetsbolag och banker agerar utifrån de risker som är förknippade med en fastighetsinvestering. Vår förhoppning är att innehållet i denna uppsats kommer locka till läsning, samt skapa förståelse kring de risker och den riskhantering som finns inom fastighetsbranschen.

Vi vill härmed ta tillfället i akt att framföra en stor tacksamhet till de personer som hjälpt oss att genomföra och utforma vår studie. Vi vill framlägga ett stort tack till våra handledare, Jan Marton och Anna Karin Pettersson som under uppsatsens gång har gett oss vägledning och goda råd. Därutöver vill vi även rikta ett tack till våra opponenter, som hjälpt oss med synpunkter och vägledande diskussioner.

Vi vill även framföra ett särskilt tack till samtliga intervjupersoner som deltagit i studien:

Thomas Andersson (Stena Fastigheter AB)

Tommy Sjöberg (Tommy Sjöbergs Fastighets AB)

Ulf Johansson (Fastighets AB Balder)

Jessica Kruse och Mats Jones (Bostads AB Poseidon)

Bernt Niklasson (Handelsbanken)

Sven Öresjö, Charlotta Prytz Hedström och Maria Roth (SEB)

Tack för att ni tog er tid och att vi fick möjligheten att ta del av era erfarenheter! Vi vill även tacka er för det vänliga bemötande och den positiva inställning som ni bidragit till! Utan er hjälp hade undersökningen inte varit möjlig att genomföra.

Göteborg den 12 januari 2007

Rickard Borendal

Kristofer Osberg

Martin Oscarsson



Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet Extern redovisning och företagsanalys, Magisteruppsats, HT 2006

Författare: Rickard Borendal, Kristofer Osberg, Martin Oscarsson

Handledare: Jan Marton, Anna Karin Pettersson

Titel: Riskhantering i fastighetsbranschen – En studie av fastighetsbolag och banker i Göteborgsregionen

Bakgrund och problem: Fastighetsmarknaden slår alla rekord i år (2006) och de snabbt ökande fastighetspriserna har under året skapat debatt i media huruvida vi är på väg mot en ny fastighetsbubbla jämförbar med den vi hade i slutet av 80-talet. Prisökningarna har inte sin grund i fundamentala faktorer såsom hyror och vakanstal, utan istället har investerarna sänkt sina avkastningskrav. Då direktavkastningen sjunker finns det mindre utrymme för prisfall på fastigheter eller höjda räntor, och många som investerar i fastigheter tar inte heller tillräcklig hänsyn till eventuellt höjda drifts- och underhållskostnader. Detta innebär en större risk för de fastighetsförvaltande företagen och för de banker som finansierar fastigheter. Men hur ser riskhanteringen ut i fastighetsbranschen? Vilka är de väsentligaste riskerna och vilka metoder används för att hantera dessa? Hur har de stigande fastighetspriserna påverkat bolagen?

Syfte: Syftet med denna uppsats är att beskriva hur fastighetsbolag och banker agerar utifrån de risker som är förknippade med en fastighetsinvestering. Vidare är syftet att undersöka om förändringar skett till följd av de stigande fastighetspriserna.

Avgränsningar: Uppsatsen avgränsas till fastighetsbolag som äger och förvaltar fastigheter, där hyresintäkter och värdestegringar utgör den primära inkomstkällan. Därmed behandlas ej fastighetsägande byggbolag och risker kopplade till nyproduktion. Vi kommer inte att försöka framställa en lösning för hur företagen bör hantera sina risker, istället vill vi undersöka vilka riskhanteringsmetoder som idag används. På grund av uppsatsens omfång har vi valt att avgränsa oss till fastighetsbolag och banker som är representerade i Göteborgsregionen.

Metod: Kvalitativa intervjuer har genomförts med representanter från fyra fastighetsbolag samt två storbanker i Göteborgsregionen. Det empiriska resultatet har kopplats till uppsatsens referensram, för att därefter kunna göra jämförelser och dra slutsatser.

Resultat och slutsatser: Förändringar i *konjunkturen* påverkar *räntor*, *driftkostnader* och *vakansgrad*, vilka har visat sig utgöra de väsentligaste riskerna för fastighetsbolagen. Vissa av dessa risker hanteras på samma sätt av alla fastighetsbolagen. Vad som ligger till grund för valet av riskhanteringsmetod kan härledas till ett flertal faktorer såsom ägarstruktur, bolagets storlek, samt dess typ av fastigheter i beståndet. Att låntagaren *inte kan betala ränta och amortering* utgör den väsentligaste risken för de båda bankerna. Studien av bankerna har visat att denna risk hanteras genom att på flera sätt bedöma både låntagaren och fastigheten, inför ett kreditgivningsbeslut.

Förslag till vidare forskning: Vi anser det intressant att se om fastighetsbolagens riskhantering är tillräcklig i de fall förutsättningarna för branschen förändras radikalt, exempelvis genom kraftigt stigande räntor och/eller genom dramatiskt fallande fastighetspriser, i likhet med början av 90-talet.

Begreppsdefinitioner

Bostadsfastigheter	Fastigheter som hyrs ut till privat boende och omfattas av de lagar som gäller för bostadsuthyrning.
Direktavkastning	Fastighetens driftnetto i förhållande till fastighetens marknadsvärde. Uttrycks i procent.
Diskonteringsränta	Den ränta som används vid beräkning av ett kassaflödes värdeminskning efter viss tid.
Driftnetto	Hyresintäkter minus kostnader för drift och underhåll. Driftnettot är kassaflödet från en fastighet.
Fastighetsbolag	Samma som fastighetsförvaltande företag.
Fastighetsförvaltande företag	Företag som äger och förvaltar fastigheter där hyresintäkter och värdestegringar utgör den primära inkomstkällan.
Förvaltningsfastigheter	Förvaltningsfastigheter är fastigheter som ägs i syfte att generera intäkter i form av hyresintäkter eller värdestegring.
Kalkylränta	Kalkylränta är den räntesats som uttrycker avkastningskrav på investerat kapital och används för att kunna jämföra värdet på betalningar som är skilda i tid. Kalkylräntan används vid investeringskalkylering.
Kommersiella fastigheter	Fastigheter som består av kontor, butiker, lager eller industriverksamhet. Alla fastigheter som inte klassas som bostadsfastigheter definieras i denna uppsats som kommersiella fastigheter.
Nominell ränta	Nominell ränta är den ränta som fås av exempelvis banken. Denna ränta tar inte hänsyn till inflation eller annan påverkan och kan därmed inte användas för att ta fram korrekta mått på avkastningen.
Realränta	Realräntan är den nominella räntan justerad för inflationen.
Riskfri ränta	Den riskfria räntan är den avkastning som är möjlig att uppnå utan att någon risk tas. Vanligtvis avses räntan på statsobligationer eller statsskuldväxlar vara riskfri.

“Just because it’s risk, it doesn’t have to be risky...”

Robert T. Kiyosaki

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Frågeställningar	3
1.4 Syfte	3
1.5 Tidigare forskning	3
1.6 Avgränsningar	4
1.7 Disposition	5
2. Metod	6
2.1 Metodansats.....	6
2.2 Val av ansats.....	6
2.3 Datainsamling.....	7
2.3.1 Primärdata	7
2.3.2 Sekundärdata.....	11
2.4 Metod för analys.....	12
2.5 Reliabilitet	13
2.6 Validitet.....	14
3. Referensram	15
3.1 Fastighetsförvaltande företag	15
3.1.1 Driftnetto	16
3.1.2 Nuvärdesberäkningar.....	17
3.1.3 Hävstångseffekten.....	17
3.2 Risk.....	18
3.2.1 Definition av risk.....	18
3.2.2 Syfte med riskhantering	18
3.3 Metoder för att hantera risk	19
3.3.1 Undvika risken (Risk avoidance).....	19
3.3.2 Förebygga risken (Risk reduction)	20
3.3.3 Transferera risken (Risk transfer).....	21
3.3.4 Ignorera risken (Risk retention)	21
3.3.5 Sammanställning av riskhanteringsmetoderna.....	22
3.4 Identifierade riskområden	22
3.4.1 Affärsrisker.....	22
3.4.2 Finansiella risker.....	24
3.4.3 Lägesrisker	25
3.4.4 Fysiska risker.....	25
3.4.5 Institutionella risker	26
4. Empiri	27
4.1 Bakgrund till empiri	27
4.2 Stena Fastigheter AB.....	28
4.2.1 Affärsrisker.....	28
4.2.2 Finansiella risker.....	29
4.2.3 Lägesrisker	29
4.2.4 Fysiska risker.....	30
4.2.5 Institutionella risker	30
4.2.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	30
4.2.7 Viktigaste riskerna.....	30

4.3 Tommy Sjöbergs Fastighets AB	31
4.3.1 Affärsrisker	31
4.3.2 Finansiella risker.....	31
4.3.3 Lägesrisker	32
4.3.4 Fysiska risker.....	32
4.3.5 Institutionella risker	32
4.3.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	32
4.3.7 Viktigaste riskerna.....	32
4.4 Fastighets AB Balder	33
4.4.1 Affärsrisker	33
4.4.2 Finansiella risker.....	33
4.4.3 Lägesrisker	34
4.4.4 Fysiska risker.....	34
4.4.5 Institutionella risker	34
4.4.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	35
4.4.7 Viktigaste riskerna.....	35
4.5 Bostads AB Poseidon	36
4.5.1 Affärsrisker	36
4.5.2 Finansiella risker.....	36
4.5.3 Lägesrisker	37
4.5.4 Fysiska risker.....	37
4.5.5 Institutionella risker	37
4.5.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	38
4.5.7 Viktigaste riskerna.....	38
4.6 Handelsbanken	39
4.6.1 Risker förknippade med fastigheten.....	39
4.6.2 Risker förknippade med låntagaren.....	40
4.6.3 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	41
4.6.4 Viktigaste riskerna.....	41
4.7 SEB.....	42
4.7.1 Risker förknippade med fastigheten.....	42
4.7.2 Risker förknippade med låntagaren.....	43
4.7.3 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	44
4.7.4 Viktigaste riskerna.....	44
5. Analys	45
5.1 Analys av fastighetsbolagen	45
5.1.1 Undvika risken.....	45
5.1.2 Förebygga risken.....	46
5.1.3 Transferera risken	47
5.1.4 Ignorera risken	48
5.1.5 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	49
5.1.6 Viktigaste riskerna.....	49
5.2 Analys av bankerna	50
5.2.1 Risker förknippade med fastigheten.....	50
5.2.2 Risker förknippade med låntagaren.....	51
5.2.3 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser.....	51
5.2.4 Viktigaste riskerna.....	51
6. Slutsats.....	52
6.1 Förslag till vidare forskning	54
7. Källförteckning.....	55
Bilaga 1 – Intervjuguide för fastighetsbolag.....	58
Bilaga 2 – Intervjuguide för banker	59

1. Inledning

I detta avsnitt kommer vi att introducera läsaren i uppsatsens ämne. Först beskrivs uppsatsens bakgrund och en problemdiskussion görs för att belysa de faktorer som gör ämnet aktuellt. Därefter följer en redogörelse för uppsatsens frågeställningar och syfte, samt vilka områden som avgränsas på grund av uppsatsens inriktning och omfattning.

1.1 Bakgrund

Fastighetsmarknaden slår alla rekord i år (2006). Det finns mycket kapital, men få objekt, vilket driver upp priserna.¹ Flödet av kapital till fastigheter är starkt, det finns tre kronor att investera i fastigheter för varje enkrona i utbud.² Att diversifiera sina aktie- och obligationsportföljer med fastigheter har också blivit mode för många svenska institutioner, exempelvis har pensionsförvaltare viktat upp sin andel fastigheter på bekostnad av alternativen aktier och obligationer.³ Den höga efterfrågan på fastigheter har fått direktavkastningen att sjunka i takt med prisökningarna.⁴ Prisökningarna har inte sin grund i fundamentala faktorer såsom hyror och vakanstal, utan istället har investerarna sänkt sina avkastningskrav. Priserna har således stigit utan att hyror ökat eller vakanser minskat.⁵

De snabbt ökande fastighetspriserna, framför allt i storstadsregionerna, har under året skapat debatt i media huruvida vi är på väg mot en ny fastighetsbubbla jämförbar med den vi hade i slutet av 80-talet. De grundläggande faktorerna som tros ha bidragit till att de svenska fastighetspriserna gick upp kraftigt under 80-talet var att realräntan var låg tack vare en hög inflation samtidigt som avregleringen på kreditmarknaden gjorde att tillgången på riskkapital var god. Staten subventionerade dessutom kapital till fastigheter, dels genom höga ränteavdrag och dels genom andra bostadssubventioner.⁶

Under 80-talet var kalkyleringsunderlagen för kreditgivningsbeslut undermåliga och bankerna bedömde främst utifrån marknadsvärdet, då investeringarna huvudsakligen var av spekulationskaraktär med en kortare tidshorisont. Direktavkastningen var mindre viktig då den förväntade avkastningen huvudsakligen bestod av värdestegring på tillgången, således fokuserade bankerna inte på låntagarens återbetalningsförmåga.⁷

Ingen reagerade när en känd svensk finansman uttryckte sig på följande sätt: ”Kopplingen mellan hyresintäkter och fastighetsvärden är inte så intressant, hyran är ju bara en liten del av avkastningen som vi får på fastighetsinvesteringen. Man kan lika gärna ha hög hyra som låg.”⁸ Detta visar hur upphaussad fastighetsmarknaden var på 80-talet.

Vid utgången av 80-talet avmattades tillväxten och effekterna av en stigande ränta och tillbakapressad inflation i kombination med att räntesubventionerna minskade, bidrog till att fastighetspriserna sjönk kraftigt. De sjunkande fastighetsvärdena tvingade fastighetsbolagen att skriva ner sitt egna kapital samtidigt som kreditgivarna ställde hårdare krav på

¹ Kiepels, C. (2006-10-21) *Fastighetsaffärerna slår alla rekord*, Dagens Industri

² Andersson, K. (2006-11-23) [*Rubrik saknas*], Svenska Dagbladet

³ Vilenius, M. (2006-10-21) *Glödhet fastigheter blir ännu hetare*, Dagens Industri

⁴ Adler, J. (2006-10-06) *Svenska fastigheter fortsatt heta*, Dagens Industri

⁵ Nyberg, L. (2006-11-06) *Riksbanken och fastighetsmarknaden*, Sveriges Riksbank

⁶ Jaffee, D M. (1994) *Den svenska fastighetskrisen*

⁷ Strömngren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

⁸ Bernhardsson, J. (2002) *Tradingguiden (andra utökade upplagan)*

återbetalning för att minska sin exponering. Detta gjorde att flertalet fastighetsbolag försattes i konkurs, då direktavkastningen från fastigheterna inte räckte till för att betala räntekostnader och amorteringar. Effekten blev att banker och finansbolag fick ta över de fastigheter de finansierat och sälja dessa högt övervärderade fastigheter med brakförluster⁹.

Under tio års tid har vi i princip haft sjunkande räntor och de fastighetsbolag som vågat ha en stor andel rörliga lån har successivt dragit allt större fördel av lägre räntekostnader. Ränte- och inflationsutvecklingen är viktig för fastighetsbolagen ur två perspektiv. Dels så styr de priserna på fastighetsmarknaden och dels är räntekostnaden en av de största kostnadsposterna för ett fastighetsbolag.¹⁰ Kapitalöverskottet som bildats i marknaden de senaste åren har medfört en omfattande prisuppgång för alla fastigheter, oavsett dess förmåga att generera egen avkastning. Skillnaderna i avkastningskrav mellan olika fastigheter minskar trots att fundamenta i underliggande kassaflöden talar för att skillnaderna istället borde öka. Minskad direktavkastning samt mindre hänsyn till fastighetstyp leder till högre risker i fastighetsbolagen och likheter med fastighetshaussen på 80-talet kan urskiljas.¹¹

Då direktavkastningen sjunker finns det mindre utrymme för prisfall på fastigheter eller höjda räntor, och många som investerar i fastigheter tar inte heller tillräcklig hänsyn till eventuellt höjda drifts- och underhållskostnader.¹²

Under 2006 har riksbanken stegvis höjt reporäntan som i dagsläget ligger på 3 %. Den huvudsakliga orsaken till höjningarna är de goda tiderna, då det är naturligt att höja räntan för att inte riskera överhettning.¹³ En överhettad konjunktur kan få räntorna att stiga snabbare än vad marknaden förväntar sig, vilket skulle innebära ett mardrömsläge för de fastighetsägare som utnyttjar att hyrorna ger mer i intäkter än vad lån hos kreditgivare kostar.¹⁴ Riksbanken uttryckte dessutom att de kan tänka sig att höja räntan extra mycket för att punktera bostads- och lånebubblor.¹⁵

Det är mot denna bakgrund vi vill ta reda på hur fastighetsbolag och banker hanterar de risker som är förknippade med att förvalta och finansiera fastigheter.

1.2 Problemdiskussion

Trots att priserna på fastigheter har ökat dramatiskt, direktavkastningen är låg och tidningarna skriver att en ny fastighetsbubbla kan vara på väg, så framstår ändå fastigheter som en god investering. Hur kan detta komma sig? Alternativen till fastigheter som investering är många. Det finns som exempel aktier, obligationer, fonder och räntebärande konton. Men vilken direktavkastning ger dessa? Nästan ingen i dagsläget. Direktavkastningen för en S&P 500¹⁶ aktieportfölj ligger i genomsnitt på ca 2 % och företagsobligationer runt 4 %, vilket definitivt inte är en strålande avkastning.¹⁷

⁹ Strömberg, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹⁰ Ericsson, L., Ersson, J. (2006) *Är vi på väg mot en räntechock?*, Fastighetsvärlden, nr 7-8

¹¹ Almström, P. (2006) *Fastighetsexistentiella funderingar*, Tidningen Fastighetsnytt utgåva 5

¹² Froste, C. (2006-04-12) *Tokrusning efter svenska fastigheter*, Affärsvärlden

¹³ Petersen, L. (2006-10-27) *Jagar riksbanken en bubbla som inte finns?*, Svenska Dagbladet

¹⁴ Andersson, K. (2006-11-23) *[Rubrik saknas]*, Svenska Dagbladet

¹⁵ Wolmesjö, L. G. (2006-06-29) *Kraftigt höjd ränta är riksbankens vapen mot bostads- och lånebubblor*, Göteborgs-Posten

¹⁶ Amerikanskt börsindex med 500 stora amerikanska bolag. Används ofta som approximation för den totala marknaden. (Standard & Poor, www.standardandpoors.com)

¹⁷ McLean, A., Eldred, G. W. (2006) *Investing in Real Estate*

Fördelarna med fastigheter är att de kan ge upphov till flera olika sätt att generera avkastning. Som exempel kan nämnas direktavkastning, värdestegring, amortering av lån, reducerad skatt samt genom inflation. Viktigast av allt är att fastigheter kan generera stora inkomster utan en värdestegring och att de till större delen går att finansiera med lånade pengar, vilket dramatiskt kan öka dess avkastning på satsat kapital.¹⁸ Sammantaget borde detta vara en grund för att det finns ett överflöd av kapital för fastighetsinvesteringar.

Vilka nackdelar finns det då med fastighetsinvesteringar? Precis som för placeringar i aktier och företagsobligationer, så innebär en fastighetsplacering inte någon garanterad avkastning. Men vilka risker finns det? Och hur hanteras dessa? Vilka risker anses väsentliga och vilka kan bortses ifrån? Detta är några av de frågor som denna uppsats avser att svara på.

Då en investering i fastigheter innebär ett risktagande för både det fastighetsförvaltande företaget samt för den bank som finansierar köpet är det således motiverat att studera fastighetsinvesteringen ur både förvaltningsföretagets och bankens perspektiv.

1.3 Frågeställningar

- Vilka är de viktigaste riskfaktorerna i den fastighetsförvaltande verksamheten och hur hanterar *fastighetsbolagen* dessa risker?
- Vilka är de viktigaste riskfaktorerna för den *bank* som finansierar en fastighetsinvestering och hur hanterar banken dessa risker?
- På vilket sätt har de stigande fastighetspriserna påverkat *fastighetsbolagen* och bankerna?

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att beskriva hur fastighetsbolag och banker agerar utifrån de risker som är förknippade med en fastighetsinvestering. Vidare är syftet att undersöka om förändringar skett till följd av de stigande fastighetspriserna.

1.5 Tidigare forskning

1995 gjorde Charlotta Strömgren en licentiatuppsats om hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut. Denna uppsats skrevs bara något år efter att fastighetskrisen avtog och behandlar de faktorer som låg till grund för fastighetskrisen samt en diskussion kring de olika risker som finns kring en fastighetsinvestering. Som exempel på förslag till vidare forskning föreslår hon att det vore intressant att undersöka om det finns nya och oprövade åtgärder för att möta risk, det vill säga huruvida det finns andra tänkbara åtgärder som reducerar eller omfördelar riskexponeringen. Denna uppsats är nu över tio år gammal, men situationen idag kan i många avseenden liknas vid den under 80-90 talen. Vi har därför haft denna uppsats som hjälp för att inleda vår forskning.

¹⁸ McLean, A., Eldred, G W. (2006) *Investing in Real Estate*

1.6 Avgränsningar

Uppsatsens fokus är att beskriva hur fastighetsbranschen hanterar de risker som är förknippade med fastighetsförvaltning och fastighetsfinansiering. När det gäller fastighetsbolagen har vi valt att avgränsa oss till de risker som är förknippade med förvaltningen av företagets befintliga fastigheter och till eventuella köp av existerande fastigheter. Vi kommer därmed inte behandla de risker som en nyproduktion kan medföra. Likaså kommer uppsatsen inte att behandla fastighetsägande byggbolag, istället fokuserar vi på rena fastighetsförvaltande företag.

Då uppsatsen har ett beskrivande syfte kommer vi inte att försöka framställa en lösning för hur företagen bör hantera sina risker, istället vill vi undersöka vilka riskhanteringsmetoder som idag används. Vid urvalet av företag har vi valt bolag som har en aktiv förvaltnings- och/eller förvärvsstrategi samt gör investeringar som är signifikanta utifrån bolagets storlek.

På grund av uppsatsens omfång har vi valt att avgränsa oss till företag som är representerade i Göteborgsregionen. Fördelarna med denna avgränsning är att respondenterna är representerade på samma lokala marknad samt att vi har bättre lokalkännedom i Göteborg än i övriga Sverige. Göteborg har också haft stadigt ökande fastighetspriser vilket är viktigt för att en del av studiens syfte ska kunna uppfyllas. Nackdelen kan vara att olika riskhanteringsmetoder används på olika lokala marknader och att studiens bredd därmed minskar.

När det gäller finansieringen av fastigheter har vi valt att avgränsa oss till två av Sveriges storbanker. Naturligtvis finns det flera olika möjligheter för fastighetsbolag att finansiera sina investeringar, men eftersom bankerna blev hårt drabbade av fastighetskrisen i början av 90-talet fann vi det intressant att studera hur bankernas riskhantering ser ut idag. Fastighetsbolagen är dessutom de enskilt största låntagarna hos bankerna.¹⁹

¹⁹ Nyberg, L. (2006-11-06) *Riksbanken och fastighetsmarknaden*, Sverige Riksbank

1.7 Disposition

Kapitel 1 – Inledning

I uppsatsens första kapitel behandlar vi inledningsvis bakgrunden till ämnesvalet samt dess problemdiskussion och frågeställningar. Vi introducerar uppsatsens syfte samt vilka avgränsningar som har gjorts. Avslutningsvis presenteras dispositionen av uppsatsen, detta för att läsaren skall få en helhetsbild över studien.

Kapitel 2 – Metod

Metodkapitlet beskriver vilken metod och tillvägagångssätt vi valt att använda under författandet av uppsatsen. Här framställs hur insamling, bearbetning och sammanställning av data har utförts. Vidare beskrivs en mer vetenskaplig inställning genom en redogörelse av metodens reliabilitet och validitet.

Kapitel 3 – Referensram

För att kunna göra en analys av riskhanteringen i den fastighetsförvaltande verksamheten krävs det en fördjupad förståelse kring risk, riskhantering samt de riskområden som tidigare forskare identifierat. I det här kapitlet illustreras därför de begrepp och teorier som är väsentliga för uppsatsen, och som kan underlätta för läsaren.

Kapitel 4 – Empiri

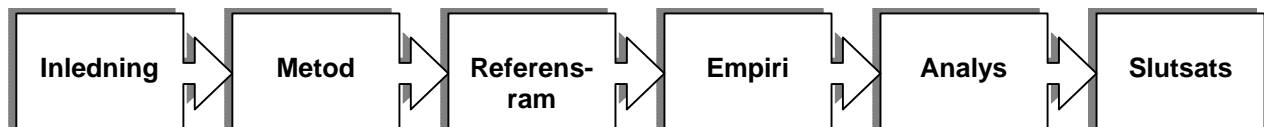
Kapitlet redogör för de intervjuer som genomförts under uppsatsens gång. Intervjuerna presenteras med ett företag åt gången, detta för att få en samlad illustration av företagets sätt att hantera de risker som är förknippade med en fastighetsinvestering. Dispositionen bidrar även till att läsaren får en logisk och tydlig översikt.

Kapitel 5 – Analys

I det här kapitlet presenteras våra analyser från de empiriska resultaten. Här kopplas även empirin till tidigare kapitel.

Kapitel 6 – Slutsats

I det avslutande kapitlet förs en diskussion kring de slutsatser vi kommit fram till genom vår analys, men även övriga reflektioner skildras här. Slutligen ges rekommendationer till vidare forskning.



2. Metod

Med hjälp av rätt metod ska uppsatsens syfte uppfyllas. Kapitlet redogör för vilken metod och vilket tillvägagångssätt vi valt att använda under författandet av uppsatsen. Här återges hur insamling, bearbetning och sammanställning av data har genomförts. Dessutom beskrivs en mer vetenskaplig inställning genom en redogörelse av studiens reliabilitet och validitet.

2.1 Metodansats

Metodiken anger vilka tillvägagångssätt som ska användas för att kartlägga verkligheten. Metoden för datainsamling kan vara antingen kvalitativ eller kvantitativ. Både kvalitativ- och kvantitativ data är empiri (data om verkligheten) men kvalitativ data handlar om ord medan kvantitativ data är empiri i form av siffror.²⁰

En kvalitativ ansats bör väljas då en nyanserad beskrivning av hur människor förstår och uppfattar en situation eftersträvas samt när problemställningen är oklar och behöver utforskas. Fördelarna med den kvalitativa ansatsen är öppenheten, forskaren har inte i förväg bestämt vad han eller hon ska leta efter, vilket ofta leder till att datainsamlingen blir mycket mångsidig. Dessutom är den kvalitativa ansatsen flexibel vilket innebär att problemställningen kan ändras allt eftersom mer data insamlats.²¹

Nackdelen med en kvalitativ ansats är att endast ett mindre antal enheter kan undersökas eftersom den kvalitativa metoden kan kräva mycket resurser i form av tid, personal och pengar.²²

Den primära skillnaden mellan en kvalitativ och en kvantitativ ansats är hur öppen forskaren är för nya inslag och oväntad information under datainsamlingens gång. Kvantitativa studier är inte så mottagliga för ny information som inte är känd i förväg medan kvalitativa ansatser ger den öppenhet och flexibilitet som krävs vid utforskning. Kvalitativa metoder har i regel inte som mål att säga något om det generella eller typiska, utan är istället inriktade på att ta reda på de unika och speciella.²³

2.2 Val av ansats

Vilken ansats som bör väljas bestäms utifrån studiens problemställningar och kan göras med utgångspunkt i tre dimensioner: om problemställningen är förklarande (kausal) eller beskrivande (deskriptiv), om problemställningen är klar eller oklar, samt huruvida avsikten är att kunna dra generella slutsatser.²⁴

En beskrivande problemställning betyder att forskaren vill bilda sig en uppfattning av hur situationen ser ut vid en viss tidpunkt eller hur utvecklingen över tiden sett ut. En förklarande problemställning innebär istället att forskaren letar efter orsaker till någonting som har inträffat.²⁵ Vår avsikt med uppsatsen är att beskriva ett fenomen, det vill säga att vi vill uppnå en ökad förståelse för hur aktörerna hanterar de risker som är förknippade med fastighetsinvesteringar.

²⁰ Eriksson, L T., Wiederheim-Paul, F. (2006) *Att utreda, forska och rapportera*

²¹ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

²² Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

²³ Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

²⁴ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

²⁵ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

När problemställningen är oklar betyder det att forskaren har begränsade förkunskaper om det som avses att undersökas. Detta leder i så fall till en utforskande (explorativ) problemställning. En klar problemställning innebär å andra sidan att forskaren har relativt stor kännedom om ämnet men saknar kunskap inom en del områden.²⁶ Då vår vetenskap om uppsatsens problemområde är begränsad, är vår problemställning oklar till skillnad från en klar problemställning där forskaren har goda kunskaper.

Generalisering innebär i detta sammanhang att forskaren eftersträvar att utifrån ett mindre stickprov kunna dra generella slutsatser och uttala sig om många fler än de som ingår i stickprovet. För att kunna generalisera måste stickprovet vara representativt för dem som avses att generaliseras.²⁷ Vår uppsats har inte som huvudsyfte att dra generella slutsatser. Beroende på vad resultaten av vår datainsamling visar kan det trots detta vara uppenbart att vissa generella slutsatser kan urskönjas, åtminstone inom vissa områden.

Vi har valt en intensiv uppläggning, vilket innebär att vi koncentrerar oss på ett fåtal undersökningsenheter och skapar oss en så djup och nyanserad information som möjligt. Fördelen med en intensiv uppläggning är att vi kan täcka individuella variationer och metoder som företagen kan tänkas använda vid riskhanteringen av fastighetsinvesteringar.

Detta leder oss fram till att en kvalitativ ansats är den som lämpar sig bäst för vårt syfte.

2.3 Datainsamling

Det finns två huvudtekniker för insamling av data, den ena tekniken är att använda sig av redan befintlig och tillgänglig fakta (sekundärinformation), den andra metoden innebär att forskaren själv samlar in ny fakta (primärinformation).²⁸ För att skaffa oss information kring ämnet har vi valt att använda oss av både primär- och sekundärdata.

2.3.1 Primärdata

Primärdata är information som forskaren själv samlat in i syfte att belysa den aktuella problemställningen.²⁹ Vid insamling av primärdata är intervjuer fundamentala och ett oundgängligt redskap inom den kvalitativa forskningen.³⁰ Primär information kan insamlas genom standardiserade besöksintervjuer, telefonintervjuer samt genom postenkäter.³¹ I vår studie har primärdata insamlats genom sex besöksintervjuer med utvalda personer i både fastighetsförvaltande företag och banker.

Den största fördelen med primärdata är att den information som insamlas är mer nyanserad och relevant för de frågeställningar och problem som forskaren åsyftar att undersöka, datainsamlingen är således skräddarsydd för forskarens problemställning. En annan fördel med besöksintervjuer är att det är enklare att ställa följdfrågor till respondenten samt att kunna iaktta dennes kroppsspråk för ytterligare förståelse. En nackdel som finns med denna metod är framförallt att den är resurskrävande. Dessutom kan en intervjuareffekt uppstå, vilket kan innebära att intervjuarens närvaro kan skapa vinklade svar från respondenten.³² Vid intervjuer

²⁶ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

²⁷ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

²⁸ Arbnor, I., Bjerke, B. (1994) *Företagsekonomisk metodlära*

²⁹ Arbnor, I., Bjerke, B. (1994) *Företagsekonomisk metodlära*

³⁰ Kvale, S. (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*

³¹ Eriksson, L T., Wiederheim-Paul, F. (2006) *Att utreda, forska och rapportera*

³² Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

måste vi beakta riskerna att den intervjuade vinklar informationen efter egna åsikter eller undanhåller information för att gynna företagets intressen.

Urval av respondenter

För att uppfylla uppsatsens syfte har vi valt att intervjua personer på fastighetsförvaltande bolag som aktivt arbetar med förvärv och/eller förvaltning av fastigheter. En viktig del av uppsatsens syfte är att urskilja olika metoder att hantera risker på. Vi har därför valt företag med olika storlek, ägarstruktur och inriktning för att på så sätt ha möjligheten att få olika förslag och infallsvinklar på hur risker kan hanteras. Intressant kan även vara att kunna urskönja om det finns likheter samt avvikande metoder för att hantera de risker som är förknippade med en fastighetsinvestering för de olika bolagen.

På grund av tidsbegränsningen för uppsatsen kommer endast fyra fastighetsbolag att intervjuas. Detta skulle kunna påverka uppsatsens validitet och reliabilitet negativt. Trots detta tror vi att uppsatsens syfte kommer att uppfyllas då vi inte avser att generalisera utan istället vill beskriva olika sätt att hantera risker på. Urvalet av respondenter som intervjuats för uppsatsen, deras befattning samt det fastighetsförvaltande bolaget anges nedan:

Thomas Andersson, Ekonomi- och finanschef, *Stena Fastigheter AB* (stort onoterat bolag)

Tommy Sjöberg, VD, *Tommy Sjöbergs Fastighets AB* (mindre onoterat bolag)

Ulf Johansson, Ekonomi- och finanschef, *Fastighets AB Balder* (stort noterat bolag)

Jessica Kruse, Ekonomichef, *Bostads AB Poseidon* (stort kommunalt bolag)

Mats Jones, Distrikts- och säkerhetschef, *Bostads AB Poseidon* (stort kommunalt bolag)

Även banker är av intresse att intervjua eftersom de utgör en viktig part vid en fastighetsinvestering. Banken står ofta för en större del av finansieringen vilket innebär att även banken tar en risk. Vi har därför valt att intervjua kreditgivare i två av landets storbanker. Även här har tidsbegränsningen gjort att endast två banker intervjuats, men i likhet med fastighetsbolagen anser vi inte att detta kommer påverka uppsatsens validitet och reliabilitet i någon större utsträckning, eftersom uppsatsens huvudsyfte inte är att dra allmänna slutsatser. Nedan uppges de respondenter som vi valt att intervjua, deras befattning samt den storbank som respektive respondent arbetar på:

Bernt Niklasson, Kreditchef / Bankdirektör, *Handelsbanken*

Charlotta Prytz Hedström, Kundansvarig för SEB Commercial Real Estate, *SEB*

Maria Roth, Kundansvarig för CRM Mid Corporate, *SEB*

Sven Öresjö, Ställföreträdande divisionskreditchef, *SEB*

Respondenterna på respektive företag har valts ut genom att kontakta företaget per telefon och beskriva vårt syfte. Därefter har företaget hänvisat oss till den person som arbetar med de frågor uppsatsen behandlar. Det var av stor betydelse för oss att komma i kontakt med de personer som besitter gedigen kunskap och har lång erfarenhet inom ämnet. Detta eftersom avsikten med intervjuerna var att få en tydlig och nyanserad bild av hur hanteringen av risker vid fastighetsinvesteringar går till idag, samt om förändringar har skett i företaget på grund av de stigande fastighetspriserna.

När vi gjort urval av respondenter har vi utgått utifrån den princip som är mest anpassad för att belysa vår problemformulering, detta benämns att urvalet är ändamålsstyrd och används ofta vid kvalitativa ansatser.³³

Det finns flera kriterier för urval av respondenter. Det första urval vi valt att använda oss av är *bredd och spridning*, vilket innebär att vi får med en uppgiftslämnare (respondent) från var och en av de grupper som vi finner väsentliga för vår undersökning. I vår studie har vi valt ut fastighetsförvaltande bolag som har olika storlek, ägarstruktur samt inriktning för att på så sätt kunna beakta olika aspekter på hur risker kan hanteras. Detta behöver inte innebära att urvalet är representativt och kan generaliseras till en större population, men då en generalisering till en större population inte är syftet med vår uppsats, bedömer vi emellertid inte detta som något problem. Efter att ha använt oss av bredd och spridning, valde vi att använda oss av urval för att få bästa möjliga *information*. Som ordet antyder innebär det att få de respondenter som kan ge en riklig och god information till oss, detta kan exempelvis vara personer med stora kunskaper om det som vi är intresserade av, men även människor som har lätt för att uttrycka sig eller som är villiga att lämna information.³⁴ Detta är naturligtvis ett urvalskriterium som inte är lätt att förutspå innan intervjun, men en viss uppfattning fick vi vid det första telefonsamtalet med respektive respondent.

Intervjuernas genomförande

Innan intervjuerna valde vi att skapa en intervjuguide med fördefinierade frågor (Se bilaga 1 och 2). En intervjuguide anger de teman som är föremål för studien och i vilken ordning de kommer att tas upp under intervjutillfället. Intervjuguiden är ett bra verktyg för att se till att samtliga respondenter får samma frågor, men hjälper även till att skapa gynnsammare förutsättningar vid sammanställningen av primärdatan.³⁵ Vi valde att i god tid före intervjuerna skicka ut intervjuunderlaget och de frågor som skulle ställas vid intervjutillfället till respondenterna. Detta för att öka kvaliteten på intervjuerna samt för att ge respondenterna tid att sätta sig in i de frågor som skulle ställas, allt för att kunna erhålla så relevanta och tydliga svar som möjligt.

Intervjuerna inleddes med att vi återigen klargjorde syftet med vår uppsats, detta så att inga missuppfattningar uppstod hos respondenterna. Frågorna vid respektive intervjutillfälle ställdes i den följd som upplevdes som mest naturlig vid den specifika tidpunkten, av den orsaken att vi inte önskade styra intervjun allt för mycket. Alla frågor till respondenterna försökte vi utforma av en mer öppen karaktär, så att inga givna svarsalternativ skulle finnas att välja bland, som är fallet vid slutna frågor. Fördelen med att ställa öppna frågor är att den intervjuade kan svara med sina egna ord, metoden lämnar även utrymme för oförutsedda eller ovanliga svar. Frågorna leder heller inte respondentens tankar och åsikter i någon viss riktning.³⁶ Vi valde att registrera intervjuerna med hjälp av en bandspelare eftersom vi då kunde koncentrera oss på ämnet och fokusera på intervjun. Respondenternas tonfall, ordval, pauser och liknande kan dessutom på så sätt registreras på ett enkelt och säkert sätt. Dessutom kan forskaren återvända till intervjun för omlyssning.³⁷ Då ett ljudband inte fångar den visuella miljön så som respondenternas ansikts- och kroppsuttryck, ansåg vi därför viktigt att fortlöpande även göra egna anteckningar på de svar som lämnades, för att på ett bättre sätt

³³ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

³⁴ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

³⁵ Kvale, S. (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*

³⁶ Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

³⁷ Kvale, S. (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*

avspegla intervjusituationen. Då en av respondenterna ej önskade bli inspelad var det av stor vikt att göra extra noggranna anteckningar vid den intervjun.

Intervjuerna varierade tidsmässigt beroende av vem som intervjuades, men tog mellan 40-90 minuter. Varje intervju genomfördes på respektive respondents kontor, eftersom respondentens naturliga miljö eftersträvades. Det är betydelsefullt att hitta en lugn och avskild plats där forskaren kan genomföra en intervju utan att bli störd.³⁸ Detta så att inte en kontexteffekt uppstår, vilket innebär att själva platsen eller situationen frambringar speciella resultat för undersökningen.³⁹

Vid intervjutillfällena valde vi att närvara med minst två av uppsatsskrivarna, dels för att kunna fördela arbetet med att ställa frågor och nedteckna de svar vi erhöll, men även för att lättare kunna diskutera och utvärdera de svar vi fått efter intervjuerna. Vi är medvetna om att vår närvaro kan bidra till att den intervjuade har möjlighet att känna sig obekvämt och därmed ge annorlunda svar, men vi anser ändå att fördelarna överstiger de eventuella negativa konsekvenserna.

Sammanställning av intervjureultat

När intervjuer implementeras med en kvalitativ ansats kräver detta ofta mer efterarbete än vid framställningen av kvantitativa undersökningar, då dessa många gånger har givna svarsalternativ.⁴⁰ Som nämnts tidigare har vi med anledning av tidsbrist valt att enbart genomföra intervjuer med sex olika företag.

Efter varje intervju bestämde vi oss för att sammanställa och renskriva rådata samt våra egna anteckningar från intervjutillfället. Renskrivning av rådata innebär att bandinspelningarna skrivs ut och registreras i ordform, detta för att lättare kunna analysera och strukturera de frågor och svar som anskaffats. Sammanställning av primärdatan gjordes relativt omgående efter intervjuerna för att lättare kunna utvärdera och kommentera⁴¹ den aktuella informationen, men även för att ha möjlighet att kontrollera att vi som intervjuare hade liknande uppfattning av den förvärvade informationen. Efter intervjuerna granskade och analyserade vi svaren från de frågor vi ställt för att ha möjlighet att bedöma vilka svar som bemött uppsatsens problemställning och syfte. Det är av stor vikt att kritiskt granska den primärdata som erhållits genom intervjuerna, för att kunna gallra bort oviktig information, som dessutom kan vara missvisande och vinklad från den intervjuades sida. När vi sammanställt intervjuerna skickade vi ut sammanställningen till respektive respondent, så att denne fick möjlighet att kontrollera så att inga misstolkningar eller felaktigheter uppstått.

När alla intervjuer var strukturerade och sammanställda var det lättare för oss att urskönja de olikheter och gemensamma drag som respondenterna hade svarat kring hanteringen av riskerna. Detta förmådde oss till att enklare kunna utforma vår analys.

³⁸ Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

³⁹ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

⁴⁰ Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

⁴¹ Kommenterad data är forskarens kommentarer till den primärdata som framkommit under intervjun.

Reflektionerna är ofta försök att hänföra uttalanden till olika typer, eller att beskåda en text ur olika teoretiska aspekter.

2.3.2 Sekundärdata

Sekundärdata är information som är insamlad av andra än forskaren och med ett syfte som ofta avviker från forskarens.⁴² Vår informationsinsamling av sekundärdata består framför allt av litteraturstudier samt sökande av artiklar i olika databaser och på Internet. För branschspecifik information har vi använt en rad olika branschtidningar och årsredovisningar från fastighetsbolag. I katalogerna Gunda och Libris har vi sökt på ord som fastigheter, risk, riskhantering, fastighetsvärdering samt fastighetskrisen. Vi har också sökt efter motsvarande ord på engelska för att få ett större underlag. De databaser vi använt oss av är Affärsdata och Mediearkivet där vi sökt artiklar om de stigande fastighetspriserna och risker för en ny fastighetsbubbla.

Vid användande av sekundärdata är det av betydande vikt att inta ett kritiskt förhållningssätt till den information som insamlats. Ett kritiskt förhållningssätt kan exempelvis innebära att forskaren är medveten om vem, när, samt under vilka omständigheter informationen uppkommit.⁴³ Under arbetet med denna uppsats har vi lagt stor vikt vid att bedöma de källor vi använt oss av. Problemställningens karaktär har emellertid inneburit att vi varit tvungna att förlita oss på källor som exempelvis branschtidningar och årsredovisningar, då denna typ av sekundärdata innehåller den senaste informationen. För dessa källor är det viktigt att ta hänsyn till om artikelförfattaren har intagit ett subjektivt förhållningssätt. Om så är fallet har vi försökt bedöma hur det kan ha påverkat informationen i artikeln, så att objektiviteten i uppsatsen bibehålls.

Eftersom tidigare forskning är gjord av Charlotta Strömgren (1995), har det varit naturligt att utgå från de risker som hon har identifierat. Detta för att bilda oss en uppfattning av vad som skulle kunna utgöra risker och därmed kunna ställa relevanta frågor vid intervjuerna om hanteringen av risker. Då vår undersökning är kvalitativ med avsikt att öppet ta reda på ny information har hennes uppsats framförallt använts i vägledande syfte.

Sekundärdata har för oss varit grundläggande för att ge en ökad förståelse och kunskap i ämnet. Med hjälp av den ökade kännedomen har vi haft möjligheten att göra ett mer kvalificerat urval av respondenter och intervjufrågor.

⁴² Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

⁴³ Patel, P., Davidson, B. (2003) *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*

2.4 Metod för analys

Befintliga teorier och begrepp, samt tidigare forskning inom riskhantering presenteras i uppsatsens *referensram*. Referensramen är fundamental och relevant för att en ökad förståelse skall kunna ges till läsaren inför vårt senare empiriavsnitt.

Den primärdata som har insamlats och sammanställts från intervjuerna illustreras i studiens *empirikapitel*. Eftersom intervjuerna omfattar en stor mängd information från respondenterna har vi valt att enbart presentera den informationen som varit till hjälp för att uppnå uppsatsens syfte. I empirin framförs därför ett sammanfattande resonemang från respektive företags syn på hanteringen av de risker som är förknippade med en fastighetsinvestering, både från de fastighetsförvaltande bolagen och från bankernas synvinkel. Företagen presenteras var för sig för att dispositionen ska vara logisk och tydlig för läsaren.

Vid *analysen* sammanvävs empirin med den teoretiska delen (referensramen), för att se vad som stämmer överens med tidigare forskning.⁴⁴ Den information som vi erhållit från intervjuerna analyseras därför genom en sammankoppling med redan befintliga teorier och tidigare undersökningar inom ämnet. När sambanden mellan empirin och den teoretiska delen undersöks kommer vi att fokusera på vilka de mest väsentliga riskerna är med investering i fastigheter, samt hur de olika företagen väljer att hantera dessa för att minska riskerna. I analysavsnittet kommer även en jämförelse mellan de olika respondenternas svar att göras, detta för att se om det finns likheter samt avvikande metoder för hur risker hanteras mellan de olika bolagen. I analyskapitlet har vi valt att dela upp analysen mellan fastighetsbolagen och bankerna. Fastighetsbolagen analyseras framförallt utifrån uppsatsens referensram, medan analysen av bankerna främst syftar till en jämförelse där skillnader och likheter kommer att urskönjas. Denna uppdelning av analysen ger också en tydlig och strukturerad presentation för läsaren.

I vår undersökning har analysarbetet till viss del gjorts parallellt med insamlandet av information, vilket är ett vanligt förekommande vid en kvalitativ forskning.⁴⁵ Den första analysen gjordes vid bearbetningen av respondenternas svar.

Det finns olika metoder och tillvägagångssätt för att beskriva verkligheten i en undersökning. De två vanligaste strategierna för att få grepp om verkligheten, är att använda sig av en induktiv eller deduktiv datainsamlingsmetod. Vid en induktiv ansats går forskaren ”från empiri till teori” och innebär att insamling av empiri sker utan att ha särskilda antaganden på förhand. När en deduktiv ansats istället tillämpas går forskaren ”från teori till empiri”, forskaren startar således med vissa antaganden, för att därefter samla in empiri och undersöka om dessa antaganden stämmer eller måste förkastas.⁴⁶ Vår uppsats är vare sig helt induktiv eller helt deduktiv, utan beståndsdelar kan urskönjas från båda metoderna. Detta eftersom vår studie utgått från ett flertal intervjuer, med andra ord utifrån en verklig situation, men även från de teorier och tidigare forskning som finns kring risker. När forskaren använder sig av både induktion och deduktion i sin undersökning benämns detta för abduktion. Abduktionen kan ses som ett samspel mellan teori, empiri och analys. Till följd av detta sker analysarbetet fortlöpande under uppsatsens gång.⁴⁷ När alla intervjuer var genomförda underlättade detta

⁴⁴ Backman, J. (1998) *Rapporter och uppsatser. Hur man söker, skriver och läser vetenskapliga dokument*

⁴⁵ Merriam, S B. (1994) *Fallstudien som forskningsmetod*

⁴⁶ Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

⁴⁷ Alvesson, M., Sköldberg, K. (1994) *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*

ytterligare för analysarbetet, eftersom alla respondenters svar var sammanställda. Denna mer intensiva fas av analysen namnges ofta för en intensivanalys.⁴⁸

Efter analyskapitlet förs en diskussion kring de *slutsatser* vi kommit fram till genom vår analys. Det avslutande kapitlet som behandlar våra slutsatser avser att besvara uppsatsens syfte samt frågeställningar. Slutligen ges förslag och rekommendationer till vidare forskning.

2.5 Reliabilitet

Reliabilitet betyder tillförlitlighet och trovärdighet, med detta menas att undersökningen måste gå att lita på, vilket innebär att forskaren vid datainsamlingen måste beakta att information som delgivs kan vara snedvriden beroende på uppgiftslämnarens subjektiva bedömningar och eventuella egenintressen. För att studien skall vara användbar måste således informationen vara tillförlitlig, detta uppfylls om den inte innehåller väsentliga felaktigheter och ej är vinklad.⁴⁹

Reliabiliteten i vår uppsats påverkas naturligtvis av tillförlitligheten i de sekundärdata som vi har insamlat. Uppgiftslämnarens kunskap i ämnet påverkar i stor utsträckning tillförlitligheten i informationen, varför vi i ytterst möjliga mån försökt använda oss av uppgiftslämnare med gedigen kunskap i ämnet. Vi har därför valt datainsamlingen med stor omsorg för att få så tillförlitlig information som möjligt. Forskning påvisar att större tilltro sätts till de källor som står ”nära” händelsen, detta på grund av att ju längre ifrån förstahandskällan forskaren befinner sig, desto större utrymme för subjektiva bedömningar.⁵⁰ Genom att vi har granskat och fördjupat oss i ett flertal olika källor, så bedömer vi att vår studie har förutsättning att få en högre grad av objektivitet.

Vid intervjuer av kvalitativ karaktär är emellertid reliabiliteten alltid svår att fastställa.⁵¹ Det finns ändå en del grundläggande företeelser som bör beaktas för att en så hög reliabilitet som möjligt ska uppnås. Vid intervjuerna har vi i största möjliga mån försökt att inte ställa ledande frågor till respondenterna, vi har i och med detta försökt att formulera frågorna av sådan art att svaren blir mer nyanserade och av mer diskuterande karaktär, där respondenterna fått berätta så fritt som möjligt.

Viktigt att ta hänsyn till när intervjuer av kvalitativ natur görs, är att vara medveten om att tillförlitligheten kan minska genom att en intervjuareffekt och kontexteffekt kan uppkomma. Med intervjuareffekt menas att vår närvaro som intervjuare och observatör kan påverka respondenten och skapa speciella resultat, medan kontexteffekten kan uppstå när platsen eller situationen där undersökningen genomförs skapar särskilda resultat.⁵² Den sistnämnda anser vi vara av mindre betydelse då intervjuerna genomförts i respektive respondents ”hemmiljö”.

⁴⁸ Merriam, S B. (1994) *Fallstudien som forskningsmetod*

⁴⁹ Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

⁵⁰ Trost, J. (2005) *Kvalitativa intervjuer*

⁵¹ Kvale, S. (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*

⁵² Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför?*

2.6 Validitet

Validitet innefattar begreppen giltighet och relevans, vilket innebär att forskaren faktiskt mäter det som önskas mätas, samt att det som forskaren har mätt uppfattas som relevant.⁵³ Det vill säga är det vi mäter relevant för frågeställningen och uppsatsens syfte. När en forskare utför litteraturstudier är det av stor betydelse vilken giltighetsgrad som det insamlade materialet har.⁵⁴ Vi har oavbrutet under vår undersökning beaktat vårt syfte och frågeställningar för att finna relevanta teorier som motsvarar dessa, detta anser vi i viss grad har ökat validiteten i vår undersökning.

Viktigt att poängtera är att i de fall vi använt oss av artiklar och tidskrifter från olika intresseorganisationer är det av extra stor betydelse att beakta hur dessa kan påverka uppsatsens giltighet. Informationen som erhålls i dessa källor kan vara vinklad och avspegla subjektiva bedömningar och egenintressen. Vi har i största möjliga mån försökt att få en objektiv bild genom att studera och jämföra ett flertal olika källor, vår förhoppning är därför att de källor vi valt att använda oss av inte påverkar uppsatsens relevans och tillförlitlighet i någon större utsträckning.

Som nämndes ovan definieras validitet ofta genom att forskarna ställer sig frågan: ”Mäter vi vad vi tror att vi mäter?”.⁵⁵ Denna fråga har vi ställt oss flera gånger under uppsatsens gång, exempelvis genom att ifrågasätta oss själva om vi valt att intervjua ”rätt” respondenter för att få fram en önskad och relevant information.

Reliabilitet och validitet är nära sammankopplade med varandra, genom att öka validiteten ökas också reliabiliteten.⁵⁶

⁵³ Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

⁵⁴ Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

⁵⁵ Kvale, S. (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*

⁵⁶ Halvorsen, K. (1992) *Samhällsvetenskaplig metod*

3. Referensram

Kapitlet inleds med en beskrivning av vad ett fastighetsförvaltande företag är, samt en redogörelse för de begrepp som är grundläggande för den fastighetsförvaltande verksamheten. För att underlätta en analys av riskhanteringen i fastighetsbranschen krävs det en fördjupad förståelse kring risk, riskhantering samt de riskområden som framställts av tidigare forskare. I det här kapitlet illustreras därför de begrepp och teorier som är betydelsefulla för studien, och som kan underlätta för läsaren.

3.1 Fastighetsförvaltande företag

Ett fastighetsförvaltande företag ansvarar för den löpande driften och underhållet av en fastighet, vari även nödvändig ombyggnads- och nybyggnadsverksamhet innefattas för att tillgodose marknadens efterfrågan. Till skillnad från byggbolag så är byggandet i fastighetsförvaltande företag en nödvändig aktivitet för att vidmakthålla standarden och erbjuda den produkt och service som marknaden efterfrågar. De fastigheter som förvaltas har i regel en lång livslängd och under denna tid kan nyttan, liksom andra förutsättningar förändras avsevärt. Förändringar i efterfrågan av nyttjandet leder till höga kostnader då fastighetens funktioner vanligtvis är besvärliga att förändra och anpassa, vilket leder till stor osäkerhet i all ekonomisk bedömning över en längre tidshorisont.⁵⁷

Förvaltning av fastigheter kan ses som en tjänsteproducerande verksamhet, där icke-materiella tjänster tillhandahålls. Lokalerna och bostäderna i sig är materiella, men hur nyttjanderätten skall klassificeras är tveksamt. Vad som står klart är att de sekundära tjänsterna såsom underhåll och reparationer kan klassificeras som tjänster. Förvaltningen präglas av långvariga kundrelationer, vilket medför både möjligheter och begränsningar.⁵⁸

Fastighetsförvaltning kan ses som en lång beslutskedja, vars ekonomiska utfall förvaltaren vill optimera och där tidigare fattade beslut successivt begränsar det framtida handlingsutrymmet för beslut. Skulle det råda osäkerhet kring konsekvenserna av en handling så är det således svårt att avgöra vilket beslut som leder till optimalt utnyttjande av resurserna. Exempelvis måste förvaltaren beakta osäkerheten kring en hyresgästs betalningsförmåga, lojalitet och i vilken mån en kundanpassning skall göras. Med ovanstående faktorer i beaktning är det av yttersta vikt att ta hänsyn till alla aspekter av osäkerhet vid beslut, för att på så sätt uppnå bästa långsiktiga ekonomiska resultat.⁵⁹

I den fastighetsförvaltande verksamheten förekommer begrepp som är nödvändiga att förstå för att bilda sig en uppfattning om hur aktörerna resonerar och agerar. Nedan följer därför en beskrivning av de vanligaste begreppen.

⁵⁷ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

⁵⁸ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

⁵⁹ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

3.1.1 Driftnetto

Begreppet driftnetto innefattar den löpande avkastningen på fastigheten, det vill säga innan inkomst- och bolagsskatter, finansiella poster och avskrivningar. Skillnaden mellan hyresintäkter och kostnader för drift och underhåll är ett annat sätt att illustrera begreppet. Driftnettet är ett av de absolut viktigaste ”måtteten” inom fastighetsbranschen där löpande kostnader är de kostnader som är nödvändiga för bibehållandet av fastigheten och säkerställer dess förmåga att generera intäkter.⁶⁰

I och med att fastigheter föråldras, förslits och blir omoderna i jämförelse med nyare lokaler på marknaden genom den sociala, teknologiska och ekonomiska utvecklingen, så blir den reala betalningsviljan hos nyttjarna lägre. Detta kan enbart motverkas genom reinvesteringar som återskapar moderniteten så att fastigheten bättre uppfyller nyttjarnas krav. Ju mer skraddarsydd och specialdesignad byggnaden är, desto snabbare faller driftnettet, det vill säga ju färre alternativa användningsområden fastigheten har, desto kortare tenderar den ekonomiska livslängden vara.⁶¹

Driftnettet är också en väldigt viktig parameter då en liten förändring i driftnettet ger stora utslag i fastighetens nuvärde. Om kalkylräntan är 5 % så innebär en förändring i driftnettet att värdet på fastigheten förändras positivt eller negativt med 20 gånger förändringen. Sambandet kan ses genom formeln nedan:

$$\text{Fastighetens värde} = \frac{\text{Driftnetto}}{\text{Kalkylränta}}$$

Intäkter	Kostnader
Hyrer	Uppvärmning
	Ei
	Vatten
	Renhållning
	Skötsel & Städning
	Försäkringar
	Administration
	Reparation & Underhåll
	Fastighetsskatt

Tabell 1: Några av de faktorer som kan påverka driftnettet.⁶²

⁶⁰ Gallinelli, F. (2004) *What every real estate investor needs to know about cash flow*

⁶¹ Lundström, S. (1997) *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*

⁶² Gallinelli, F. (2004) *What every real estate investor needs to know about cash flow*

3.1.2 Nuvärdesberäkningar

Nuvärdet av de ökade framtida kassaflöden som investeringen förväntas ge upphov till, måste överstiga investeringsutbetalningen för att satsningen skall vara motiverad. Driftnettot kommer med ovanstående i beaktning att minska reallt över tiden, och då fastighetsvärdet är lika med nuvärdet av uppskattade återstående driftnetton så faller också det reala fastighetsvärdet.⁶³

Skillnaden mellan summan av framtida intäkter och summan av framtida kostnader utgör byggnadens värde. För en meningsfull jämförelse brukar nuvärdet användas, vilket innebär en omräkning av framtida kostnader och intäkter till dagens värde med en vald kalkylränta. Klarlägger fastighetsförvaltaren de största riskerna och de mest troliga utfallen, så kan denne utforma och förändra byggnaderna på ett sätt som ger exempelvis lägre långsiktiga kostnader eller långsammare värdeminskning.⁶⁴ Formlerna nedan illustreras för att ge läsaren en tydligare bild och en ökad förståelse för hur nuvärdet på en fastighet beräknas.

$$\text{Nuvärde} = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^2} \dots \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF = Kassaflöde (Driftnetto)
r = Kalkylränta
t = Tid

Till skillnad från värdeberäkningen i avsnittet om driftnetto används den ovan nämnda beräkningen om fastigheten ska köpas för att behållas under bestämd tid, eller då kassaflödena skiljer sig mellan olika år. För att ta reda på om investeringen är lönsam görs också en nettonuvärdesanalys, där anskaffningskostnaden jämförs med nuvärdet av framtida kassaflöden. Är nettonuvärdet positivt är också investeringen positiv.⁶⁵

$$\text{Nettonuvärde} = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^2} \dots \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF₀ = Anskaffningskostnad
CF = Kassaflöde (Driftnetto)
r = Kalkylränta
t = Tid

3.1.3 Hävstångseffekten

Fastigheter är vanligtvis finansierade med en blandning av lånat och eget kapital. Därför påverkas avkastningskravet på fastighetsmarknaden av de förhållanden som gäller på kapitalmarknaden.⁶⁶ Ett vanligt förekommande begrepp inom branschen är hävstångsformeln och hävstångseffekt, vilket illustreras nedan. Beroende på hur företagets kapitalstruktur ser ut, blir avkastningen på det egna kapitalet olika.

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) \times \frac{S}{E}$$

R_e = Avkastning på eget kapital
R_t = Avkastning på totalt kapital
R_s = Företagets genomsnittliga låneränta
S = Företagets skulder
E = Företaget egna kapital

⁶³ Lundström, S. (1997) *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*

⁶⁴ Lundström, S. (1997) *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*

⁶⁵ Brealey, R., Myers, S C., Marcus, A J. (2001) *Fundamentals of Corporate Finance*

⁶⁶ Lundström, S. (1997) *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*

Avkastning på eget kapital innebär den avkastning som ägarna kan tillgodoräkna sig efter att de betalt sina finansiella kostnader. Avkastning på totalt kapital belyser det överskott som den löpande verksamheten gett upphov till utan hänsyn tagen till företagets finansiella poster, vilka påverkas av den valda kapitalstrukturen.⁶⁷

Det går alltså att utläsa att så länge den genomsnittliga låneräntan är lägre än avkastningen på totalt kapital så drar ägarna fördel av att ha en hög belåningsgrad. På detta sätt kan företaget öka avkastningen till ägarna genom att ha en hög belåningsgrad, samtidigt som företagets finansiella risk blir större. Om den genomsnittliga räntan för lånen stiger och därigenom överstiger avkastningen på totalt kapital så blir ägarnas avkastning negativ vid given skuldsättningsgrad (S/E). Således är det en fördel att ha en hög andel lån då räntorna är låga, men samtidigt innebär det en högre riskexponering vid stigande räntor.⁶⁸

3.2 Risk

I avsnittet kommer en definiering av begreppet risk och syftet med riskhantering att klargöras, detta för att i nästa avsnitt kunna diskutera de metoder som används för att hantera risk.

3.2.1 Definition av risk

Definitionerna av risk är åtskilliga och skiftande, beroende på vilken typ av risk det talas om. Risk inom fastighetsbranschen definieras av John Raftery som:

*”Exposure to the possibility of economic and financial loss or gain, physical damage or injury, or delay as a consequence of the uncertainty associated with pursuing a particular course of action.”*⁶⁹

Detta kan tolkas som:

”Exponering för möjligheten att det, som en konsekvens av osäkerhet, uppstår händelser som har negativ eller positiv effekt på resultatet.”

Potentiell vinst eller förlust, vilket även benämns effekt, gör att risk kan beskrivas som en funktion av *osäkerhet* och *effekt*. Osäkerhet och effekt är båda nödvändiga villkor för att ett fenomen skall utgöra en risk. Ett säkert fenomen innebär ingen osäkerhet och utgör då heller ingen risk, trots att fenomenet eventuellt medför vinst eller förlust. För att ett osäkert fenomen ska utgöra en risk måste det också finnas en effekt, det vill säga en potentiell vinst eller förlust som uppstår som en konsekvens av den inträffade händelsen.⁷⁰

3.2.2 Syfte med riskhantering

Syftet med att identifiera och analysera risker är att möjliggöra för beslutsfattaren att fatta ett rationellt beslut utifrån den information som finns tillgänglig. Systematisk riskanalys leder långsiktigt till ett mer effektivt resursutnyttjande och en lägre riskexponering. Genom att göra riskanalyser, erhålls en tydligare specificering av de risker som förknippas med respektive handlingsalternativ. Detta leder också till att investerare i större utsträckning kan dra nytta av sin kunskap och erfarenhet, och på så sätt agera på ett sätt som leder till långsiktig ekonomisk

⁶⁷ Johansson, S-E., Runsten, M. (2005) *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*

⁶⁸ Johansson, S-E., Runsten, M. (2005) *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*

⁶⁹ Raftery, J. (1994) *Risk analysis in project management*

⁷⁰ Strömberg, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

lönsamhet. Vid alla investeringar finns en koppling mellan risk och avkastning. För att vara beredd att ta en hög risk krävs rimligtvis också en högre avkastning i motsvarande grad.⁷¹

John Raftery gör i sin bok en kategorisering av risker med sannolikhet för inträffande som en variabel och graden av potentiella effekter som den andra variabeln.

Hög sannolikhet	-	Stor effekt
Låg sannolikhet	-	Stor effekt
Hög sannolikhet	-	Liten effekt
Låg sannolikhet	-	Liten effekt

Indelningen kan med fördel användas för att fastställa vilka risker som är mest respektive minst kritiska för företaget. Kategoriseringen kan även användas för att analysera *hur* olika risker kan mötas. I somliga situationer kan det vara möjligt att minska sannolikheten för att en händelse uppstår, medan det i andra fall finns utrymme för att dämpa effekterna av en händelse. I bästa fall kan både sannolikhet och effekt reduceras, vilket chanserna till delvis ökar genom att ha ökad information.⁷² John Rafterys uppdelning av sannolikhet och effekt görs även i annan litteratur om riskhantering, där också olika metoder för att möta risk klargörs. I nästa avsnitt kopplas därför olika riskhanteringsmetoder till kategoriseringen av riskerna utifrån dess sannolikhet och effekt.

3.3 Metoder för att hantera risk

Oavsett hur komplex en risk är finns det endast fyra möjliga metoder för att hantera risken. Företaget kan *undvika risken*, *förebygga risken*, *transferera risken* eller *ignorera risken*. De två första syftar till att minska företagets exponering för risk, och brukar kallas att *kontrollera risken*. De senare två syftar till metoder för att *finansiera risken*.⁷³ I detta avsnitt kommer en mer ingående beskrivning av metoderna att göras, vilket kommer att underlätta en senare analys av de olika företagens tillvägagångssätt.

3.3.1 Undvika risken (Risk avoidance)

Ett företag kan välja att avstå från investering vars återbetalning är alltför osäker. Gränsen för vad som accepteras beror på en kombination av interna och externa faktorer. Vissa företag avstår från handlingar som har en osäkerhet som överstiger företagets riskpolicy. För att göra det måste de beakta marknadsförutsättningarna som råder. I riskintensiva branscher såsom läkemedel- och telekomindustrin, har företagen små möjligheter att välja sitt risktagande om de vill lyckas på marknaden. Somliga risker är fundamentala för ett företags verksamhet, vilket gör att de inte går att undvika. Istället bör företaget försöka lära sig så mycket som möjligt om dessa risker. Eftersom risk inte helt går att undvika måste företagen behålla verksamhetsfokus och noga överväga sin riskexponering för att ha möjlighet att reducera den.⁷⁴ Grundregeln är att en risk bör undvikas om sannolikheten för ett inträffande är hög samtidigt som effekten är stor.⁷⁵

⁷¹ Raftery, J. (1994) *Risk analysis in project management*

⁷² Raftery, J. (1994) *Risk analysis in project management*

⁷³ Shimpi, P A., et al. (2001) *Intergrating Corporate Risk Management*

⁷⁴ Shimpi, P A., et al. (2001) *Intergrating Corporate Risk Management*

⁷⁵ Dorfman, M S. (2002) *Introduction to risk management and insurance*

3.3.2 Förebygga risken (Risk reduction)

Det går att minska framtida riskexponering genom olika förebyggande åtgärder. På så sätt kan både sannolikheten för ett inträffande, och effekten av det minskas. Så länge fördelarna av att minska sannolikheten för ett inträffande överstiger kostnaderna, är denna metod att rekommendera. Exempel på sätt att minska sannolikheten för inbrott är att installera ett inbrottsalarm. Vissa typer av åtgärder är så kostnadseffektiva att försäkringsbolag kräver att de används, såsom brandvarnare. Trots att vissa åtgärder görs för att minska sannolikheten för ett inträffande uppstår ändå skadan ibland. Effektdämpande åtgärder syftar då till att dämpa inverkan av ett inträffande. Exempelvis kan brandsläckare och vattensprinklers inte minska sannolikheten för en brand, men de kan dämpa effekten då branden uppstår. Så länge nyttan av de förebyggande åtgärderna överstiger kostnaden så bör de genomföras.⁷⁶ I regel bör risker förebyggas i de fall då sannolikheten för ett inträffande är hög och effekten av inträffandet är liten. Även risker med hög sannolikhet och stor effekt måste ibland förebyggas om ett undvikande inte är möjligt.⁷⁷

Risikförebyggande kan också ske genom diversifiering, där investeringar sker i flera riskfyllda tillgångar, och handlar i praktiken om att ”inte lägga alla ägg i samma korg”. För att hitta den optimala mixen brukar ofta så kallad portföljvalsteori användas. Portföljvalsteori handlar om hur investeraren på bästa sätt ska placera sin förmögenhet i olika tillgångar som skiljer sig åt både beträffande förväntad avkastning och risk. För att eliminera riskexponeringen bör investeringarna ske i tillgångar som är negativt korrelerade, vilket innebär att om marknaden i den ena tillgången viker, så stärks marknaden hos den andra tillgången.⁷⁸

Den risk som kan elimineras genom diversifiering kallas unik risk. Denna infinner sig i och med att många av de risker som förknippas med ett företag eller en investering är karakteristiska för just denna och är beroende av exempelvis konkurrenter eller andra specifika faktorer. Den risk som inte går att eliminera trots diversifiering benämns marknadsrisk eller systematisk risk, och hänför sig till den risk som hotar all sorts affärsverksamhet, såsom makroekonomiska faktorer. Det samband som finns mellan avkastningskravet på en viss tillgång och avkastningskravet som finns på marknadsportföljen, som hänför sig till den systematiska risken, uttrycks via CAPM- formeln: (Capital Asset Pricing Model).⁷⁹

$$R_j = R_{rf} + \beta(R_m - R_{rf})$$

R_j = Avkastningskravet på tillgången j
 R_m = Avkastningskravet på marknadsportföljen
 R_{rf} = Riskfri ränta
 β = Betavärde

Betavärdet (β) är en multiplikator som visar volatiliteten i den enskilda tillgången i jämförelse med marknadsportföljen. Somliga fastighetsprojekt kan ses som närmast riskfria och har då ett $\beta = 0$, medan andra kan ha en betydligt högre betavärde än marknadsportföljen. Även om inte olika typer av fastigheter är totalt negativt korrelerade så kan denna metod med fördel användas vid diversifiering mellan bostads-, lager- och kontorslokaler. Det är svårt att finna information om betavärden i enskilda fastighetsprojekt, vilket innebär att en skattning av

⁷⁶ Shimpi, P A., et al. (2001) *Intergrating Corporate Risk Management*

⁷⁷ Dorfman, M S. (2002) *Introduction to risk management and insurance*

⁷⁸ Brealey, R., Myers, S C., Marcus, A J. (2001) *Fundamentals of Corporate Finance*

⁷⁹ Brealey, R., Myers, S C., Marcus, A J. (2001) *Fundamentals of Corporate Finance*

avkastning och risk måste baseras på vissa antaganden. Dessa antaganden måste baseras på exempelvis direktavkastningen, jämförelse mellan dagens riskfria ränta och räntekostnad i ett längre tidsperspektiv. Även den aktuella uthyrningssituationen och potential till synergier måste räknas in. Vissa fastighetsbolag som specialiserat sig inom ett visst geografiskt område, kan vinna synergieffekter och skalfördelar på ett sätt som inget annat företag kan. Dessa företag kan då förväntas ha ett lägre avkastningskrav jämfört med andra fastighetsbolag för sådana investeringar.⁸⁰

3.3.3 Transferera risken (Risk transfer)

Att transferera risken innebär att risken flyttas från den ursprungliga risktagaren till en annan part. Exempelvis kan en risk transfereras från en part till en annan som är bättre utrustad eller som är mer villig att bära risken. En vanlig metod för att transferera risken är genom försäkringar. I utbyte mot i förväg bestämda premier så tar försäkraren över risken från försäkringstagaren men möjligheten till vinst kvarstår hos försäkringstagaren. Försäkring, eller annan form av transferering, är speciellt lämplig då sannolikheten för inträffande är låg, men effekten är stor. Utan dessa skulle många typer av verksamheter vara alltför riskfyllda för att kunna bedrivas affärsmässigt.⁸¹

Exempel är att betala en premie för så kallade räntetak. Räntetaken innebär att företagets räntesats aldrig kommer att överstiga detta tak, men samtidigt finns möjligheten att tjäna/spara pengar så länge räntan befinner sig under detta tak, i jämförelse med att ha en bunden ränta. På detta sätt kan företaget enklare uppskatta de kommande årens maximala räntekostnader och dess påverkan på resultatet.⁸²

En annan metod för att transferera risken är genom hedgning. Genom hedgning betalas riskreduceringen genom att ge upp möjligheten till att tjäna pengar på den riskabla investeringen. Detta är vanligast förekommande vid handel med derivatinstrument, det vill säga där köparen själv inte innehar den underliggande tillgången. Genom att ha lån med bundna räntor så skyddar sig låntagaren mot risken för en ränteuppgång, men går samtidigt miste om möjligheten att spara pengar om räntan sjunker.⁸³

3.3.4 Ignorera risken (Risk retention)

En metod för att möta risken är att ignorera den, och täcka förlusterna med egna medel. Ignoreringen kan vara både medveten och omedveten. Vissa risker har omedvetet inte identifierats, och därför inte gjorts något åt i förväg, medan andra risker ignorerats trots att de identifierats. Strategin kan vara att optimera lönsamheten för stunden, och ta eventuella konsekvenser när de kommer.⁸⁴ Att medvetet ignorera risken kan också avspegla att företaget anser att det är det mest kostnadseffektiva sättet att hantera risken på.⁸⁵ Grundregeln är att en risk bör ignoreras i de fall då sannolikheten för ett inträffande är låg samtidigt som effekten är liten.⁸⁶

⁸⁰ Lundström, S. (1997) *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*

⁸¹ Dorfman, M S. (2002) *Introduction to risk management and insurance*

⁸² Bodie, Z., Merton, R C. (2000) *Finance*

⁸³ Bodie, Z., Merton, R C. (2000) *Finance*

⁸⁴ Bodie, Z., Merton, R C. (2000) *Finance*

⁸⁵ Shimpi, P A., et al. (2001) *Intergrating Corporate Risk Management*

⁸⁶ Dorfman, M S. (2002) *Introduction to risk management and insurance*

3.3.5 Sammanställning av riskhanteringsmetoderna

Figuren nedan sammanfattar avsnittet genom att belysa vilken riskhanteringsmetod som är lämplig utifrån riskens sannolikhet och effekt. De riskhanteringsmetoder som bör användas då sannolikheten är låg är metoder som syftar till att finansiera risken, medan de metoder som används då sannolikheten är hög syftar till att kontrollera risken.

		Sannolikhet	
		Låg	Hög
Effekt	Liten	Ignorera risken	Förebygg risken
	Stor	Transferera risken	Undvik risken

Figur 1: Hur risker bör hanteras.⁸⁷

3.4 Identifierade riskområden

Att bedöma framtiden innebär alltid en osäkerhet, en osäkerhet som ökar ju längre tidshorisonten är. När det gäller fastighetsinvesteringar identifierar Bejrums fyra olika osäkerhetsområden: affärsosäkerhet, lägesosäkerhet, institutionell osäkerhet och teknisk osäkerhet (även benämnt fysisk osäkerhet). Inom affärsosäkerhet finns även den finansiella risken som uppstår då en investering är finansierad med lånat kapital.⁸⁸ Vi anser att den finansiella risken utgör en mycket viktig del i uppsatsen varför den kommer redovisas separat. Vad de olika områdena innebär och vilka risker som varje osäkerhet innebär kommer att redovisas i detta avsnitt.

3.4.1 Affärsrisker

Affärsrisker är de risker som är förknippade med marknadens värderingar. När en fastighetsinvestering genomförs är den ofta anpassad till marknadens värderingar, men efter en tid när marknadens krav och förväntningar förändras så utsätts byggnaden för föråldring och dess avkastningsproducerande förmåga minskar successivt.^{89,90}

Affärsriskerna kan indelas i två huvudgrupper, de som påverkar intäkterna och de som påverkar kostnaderna. Intäkterna består primärt av hyran, vilket kan vara verksamhetens enda intäktspost. Riskerna i hyresintäkten grundar sig i ett flertal olika osäkerhetsfaktorer: hyresnivån, uthyrningsgraden och hyresgästens betalningsförmåga. Dessa faktorer är dessutom beroende av varandra. Exempelvis påverkar hyresnivån uthyrningsgraden.

⁸⁷ Dorfman, M S. (2002) *Introduction to risk management and insurance*

⁸⁸ Bejrums, H. (1991) *Livscykeekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*

⁸⁹ Bejrums, H. (1991) *Livscykeekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*

⁹⁰ Bejrums, H., Hanson, R., Johnson, B G. (1994) *Livscykeekonomi för byggnader – förslag till utvecklingsprogram*

Hyresnivån kan bestämmas på flera olika sätt. Vid en fastighetsinvestering är det önskvärt att bedöma en sannolik hyresnivå samt bestämma på vilket sätt hyresnivån ska bestämmas.⁹¹ För lokaler gäller marknadshyressättning vid uthyrning till ny hyresgäst och hyresvärden kan kräva den hyra han vill. Gäller det en förnyelse av ett tidigare kontrakt får inte hyresvärden ta ut högre hyra än gällande marknadshyra för motsvarande lokal. Detta beror på det indirekta besittningsskyddet för lokaler.⁹² Det finns också olika faktorer vid utformningen av hyreskontrakt som är viktiga att beakta, detta innefattar bland annat hyreskontraktets längd och form. En lång genomsnittlig avtalstid är en fördel vid sjunkande marknadshyror och en nackdel vid stigande hyror. Korta avtalstider kan innebära att om- och avflyttningar sker allt för tätt och stora kostnader för lokalanpassningar, som inte alltid kan kompenseras av höjda hyror, uppstår.⁹³ Det är här viktigt att bedöma hur kontraktssportföljen är sammansatt för att bedöma hyresrisken i verksamheten.⁹⁴

För bostäder gäller en reglerad hyresnivå samt besittningsskydd. Enligt Jordabalken 12 kap. 55 § första stycket skall hyran fastställas till ett skäligt belopp. Av andra stycket framgår att skäligt belopp är den hyra som kommunala bostadsföretag tar ut för lägenheter med motsvarande bruksvärde.⁹⁵ Det är alltså svårare för hyresvärden att justera hyran uppåt. Besittningsskyddet innebär att hyresvärden inte kan säga upp hyresavtalet utan vissa speciella skäl. Dessa skäl återfinns i Jordabalken 12 kap. 45-52 §§.⁹⁶

För att en hyresintäkt ska uppstå måste det finnas en hyresgäst, och uthyrningsgraden (andel uthyrd yta eller andel uthyrda lägenheter) är därför av avgörande betydelse för hyresintäkten.⁹⁷ Vakanser (ej uthyrd yta eller ej uthyrda lägenheter) kan uppstå om den valda hyresnivån är för hög i förhållande till vad andra fastighetsbolag tar ut för motsvarande läge och standard. Om ett område upplever väldigt hög efterfrågan kan vakansgraden närma sig noll tills dess att en utbyggnad sker. I vissa fall kan denna typ av utbyggnad bli så omfattande att vakansgraden ökar kraftigt då utbudet överstiger efterfrågan.⁹⁸ En viss vakansgrad bör alltid finnas för att erbjuda kunder möjligheten att expandera, möjliggöra ombyggnationer och pröva marknadens villighet att acceptera högre hyresnivåer.⁹⁹ Det finns också en naturlig vakansgrad som uppstår under den tiden då en hyresgäst flyttar ut tills en ny flyttar in.¹⁰⁰

Det räcker inte med att skaffa en hyresgäst, hyresgästen måste också kunna betala hyran. Denna osäkerhet är främst kopplad till den specifika affären. Förvaltaren måste försöka bedöma hyresgästens trovärdighet. Risken för uteblivna betalningar varierar beroende på vilken verksamhet som bedrivs och vem det är som hyr. I regel är sannolikheten för uteblivna betalningar större för små hyresgäster samtidigt som eventuell utebliven hyra är mindre.¹⁰¹

Det finns också en risk för att kostnaderna blir större än förvaltaren tänkt sig. I flera fall kanske inte den egentliga funktionen, kvaliteten eller standarden är eftersatt. Istället beror det

⁹¹ Strömghren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomska beslut*

⁹² Bejrums, H., Lundström, S. (1989) *Mest sannolik hyra för lokaler – Principer och metoder*

⁹³ Hufvudstaden (2006) *Årsredovisning 2005*

⁹⁴ Strömghren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomska beslut*

⁹⁵ Sveriges Rikes Lag, *Jordabalken, 12 kap.*

⁹⁶ Sveriges Rikes Lag, *Jordabalken, 12 kap.*

⁹⁷ Strömghren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomska beslut*

⁹⁸ Gallinelli, F. (2004) *What every real estate investor needs to know about cash flow*

⁹⁹ Hufvudstaden (2006) *Årsredovisning 2005*

¹⁰⁰ Summey, M., Dawson, R. (2004) *The weekend millionaire's secrets to investing in real estate*

¹⁰¹ Strömghren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomska beslut*

på att dessa inte stämmer överens med hyresgästens krav. För kommersiella lokaler är det vanligt att åtgärder vidtas då kunden kräver det, även om den tekniska livslängden inte är passerad. När det gäller bostäder följs allmänt accepterade utbytestider. Risken som finns är att nya hyresgäster inte accepterar den aktuella standarden. Varje hyresgäst kan ha specifika krav och önskemål där förvaltaren måste anpassa lokalen eller bostaden för att få den uthyrd.¹⁰² De förekommer också situationer där förvaltaren tvingas bygga om fastigheter för att få de uthyrda. Ombyggnaderna kan vara både inom och utom en hyresenhet. Exempelvis kan en inre ombyggnad vara tillägg eller borttagande av väggar för att anpassa lokalen efter kundens verksamhet. Anpassningar utom en hyresenhet kan vara att en tidigare hyresenhet delas upp i mindre hyresenheter, om efterfrågan på dessa är högre. Problem kan här uppstå då trapphus, el och VVS¹⁰³ inte är anpassade efter den nya planlösningen.¹⁰⁴

3.4.2 Finansiella risker

Den finansiella risken uppstår då en fastighetsinvestering finansierats med lånat kapital. Med hjälp av hävstångseffekten, som beskrivs i tidigare avsnitt, kan förräntningen på eget kapital bli större eller mindre än förräntningen på totalt kapital.¹⁰⁵ Inom de finansiella riskerna finns ränterisken, valutarisken samt finansieringsrisken. Ränterisken definieras som risken för en resultat- och kassaflödespåverkan genom förändring av marknadsräntan.¹⁰⁶ Räntenivån påverkar både indirekt och direkt faktorer som är av betydelse för den fastighetsförvaltande verksamheten. Graden av påverkan beror på hur organisationen ser ut. Faktorer som verksamhetsområde, ägarbild, finansiering och belåningsgrad påverkar hur hög exponering företaget har för förändringar i räntan.¹⁰⁷

Konsekvenserna av en ränteförändring kan delas upp i soliditetskonsekvenser och likviditetskonsekvenser. Soliditetskonsekvenserna hänger ihop med fördelningen mellan lånat kapital och eget kapital. Marknadsräntan ligger till grund för att fastställa diskonteringsräntan, som i sin tur bestämmer nuvärdet på en fastighet. Detta innebär att marknadsvärdet på fastigheten sjunker då marknadsräntan stiger. Eftersom marknadsvärdet på fastigheten många gånger utgör grunden för tillgångssidan i ett företags balansräkning påverkas soliditeten negativt av en stigande marknadsränta. När det gäller likviditetskonsekvenserna av en stigande marknadsränta är det kostnaderna för lånen som har den avgörande betydelsen. Driftnettot som fastigheten genererar måste täcka kostnaderna för dess finansiering. Likviditetskonsekvenserna blir större i de fall organisationen har en hög belåning.¹⁰⁸

Valutarisk innebär en risk för de bolag som har utländska lån eller tillgångar, eftersom värdet på lånen och tillgångarna varierar med den aktuella valutakursen.¹⁰⁹

Finansieringsrisk uppstår genom svårigheter med att skaffa finansiering för verksamheten vid en viss tidpunkt.¹¹⁰ Finansieringsrisk kan också definieras som risken att upplåning uteblir eller endast kan ske mot ofördelaktiga villkor.¹¹¹ Det kan exempelvis röra sig om risken att

¹⁰² Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹⁰³ VVS är en förkortning som står för värme, ventilation och sanitet.

¹⁰⁴ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹⁰⁵ Beijrum, H. (1991) *Livscykeleekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*

¹⁰⁶ Kungsleden (2006) *Årsredovisning 2005*

¹⁰⁷ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹⁰⁸ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹⁰⁹ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹¹⁰ Hufvudstaden (2006) *Årsredovisning 2005*

¹¹¹ Kungsleden (2006) *Årsredovisning 2005*

inte få tillgång till kapital för att täcka tillfälliga negativa kassaflöden, eller att kapital inte finns tillgängligt för att kunna genomföra en annars väldigt lönsam investering.

3.4.3 Lägesrisker

Lägesrisk har att göra med att fastigheten har ett fixerat läge. På grund av samhällsutvecklingen kan både lägesfördelar och lägesnackdelar uppstå, vilket kan påverka hyran och kapitalvärdet.¹¹² Läget är den viktigaste prispåverkande faktorn för förvaltningsfastigheter. Med läge innefattas inte bara fastighetens geografiska placering utan vad som innebär ett bra läge varierar mellan olika typer av fastigheter. För en butik är det viktigt att det finns en närhet till andra butiker i området för att locka breda konsumentgrupper. Butiker har också en förmån av att ligga i gatuplan då de lättare kan exponera sina varor. Kontorslokaler påverkas av liknande faktorer, exempelvis finns det i flera stora städer grupperingar av liknande tjänsteföretag vilket ökar attraktiviteten. Läget för butiker och kontor har stor betydelse för hyresnivån. För flerbostadshus är lägesfaktorn viktig och lägets värde är beroende av närmiljön kring fastigheten. I Sverige påverkas dock inte hyresnivåerna i någon större utsträckning då bruksvärdesprincipen¹¹³ för bostäder inte tar hänsyn till lägesfaktorn.¹¹⁴

Eftersom läget inte enbart är beroende av fastighetens geografiska placering så uppstår en lägesosäkerhet. Förändringar i fastighetens närhet kan göra den mer eller mindre attraktiv. Det kan röra sig om att en större arbetsgivare etablerar sig på orten och därmed ökar efterfrågan på bostäder, eller det motsatta, att en större arbetsgivare flyttar och efterfrågan minskar. Förändringar i infrastrukturen kan också göra att läget blir mer eller mindre attraktivt.¹¹⁵

3.4.4 Fysiska risker

Den fysiska (eller tekniska) risken avser den osäkerhet om hur byggnaders, systems och byggnadsdelars funktionella egenskaper utvecklas över tiden. Exempel på detta är driftkostnader, allmänt underhåll och underhåll av tekniska installationer.¹¹⁶

Driftkostnader inkluderar bland annat el, vatten och städning. Utgifterna för dessa kan variera med tiden, både vad gäller förbrukning och kostnaden per förbrukad enhet.¹¹⁷ På kort sikt är det svårt att påverka utgifterna för drift. Kostnaderna påverkas av hur väl underhållen fastigheten är, samt vilka avtal som ligger till grund för dessa kostnader.¹¹⁸ I traditionella fastigheter är det lättare att prognostisera driftkostnaderna jämfört med specialfastigheter såsom badhus.¹¹⁹

Med allmänt underhåll menas underhåll av byggnadens tak, fönster, fasader och liknande.¹²⁰ Underhållets syfte är behålla de funktioner i byggnaden som riskerar att avta eller upphöra samt bibehålla och förlänga den tekniska livslängden.¹²¹ Risker inom detta område är att bedöma livslängden på dessa samt beräkna kostnaderna för underhållet. Förvaltare kan

¹¹² Bejrums, H. (1991) *Livscykeekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*

¹¹³ Bruksvärdesprincipen innebär att en hyra ska bestämmas efter en jämförelse med likvärdiga lägenheter, och då i första hand hyran för lägenheter som ägs av kommunala bostadsföretag.

¹¹⁴ LMV-Rapport 2004:3 (2005) *Fastighetsvärdering – Grundläggande teori och praktisk värdering*

¹¹⁵ Gallinelli, F. (2004) *What every real estate investor needs to know about cash flow*

¹¹⁶ Bejrums, H. (1991) *Livscykeekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*

¹¹⁷ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹¹⁸ Hufvudstaden, Årsredovisning 2005

¹¹⁹ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹²⁰ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹²¹ LMV-Rapport 2004:3 (2005) *Fastighetsvärdering – Grundläggande teori och praktisk värdering*

använda sig av standardtal (schabloner) eller enskilt bedöma respektive fastighets kostnad. Här måste en avvägning mellan kostnad och nytta göras. I regel utgör nytillkomna fastigheter en större risk än de som funnit länge i beståndet. Detta beror på att det tar ett tag innan förvaltaren ”lär känna” fastigheten.¹²²

Till skillnad från det allmänna underhållet utgör de tekniska installationerna en källa till många stora, icke-acceptabla risker. Bland det tekniska installationerna utgör ventilationsanläggningen en betydande del. Nya avancerade anläggningar används för att kunna höja inomhusklimatet eller sänka kostnaderna för drift och underhåll. Dessa nya tekniska system utgör dock inte alltid en fördel. Anläggningarna är komplicerade och det krävs mycket kunskap för att hantera dessa. Eftersom flera anläggningar kan vara unika så uppkommer risken för att branschen förändras. Leverantörer kan försvinna från marknaden vilket innebär att underhållsåtgärder, som normalt inte skulle ha blivit särskilt kostsamma, blir avsevärt dyrare. I vissa fall kan det hända att ett system som fungerar väl bortsett från en liten detalj måste bytas ut helt enbart för att detaljen inte går att ersätta.¹²³

3.4.5 Institutionella risker

De institutionella riskerna kan delas upp i legal osäkerhet och politisk osäkerhet. Som exempel på legal osäkerhet kan förändringar i arbetsmiljölagstiftning, plan- och bygglag samt naturresurslagstiftning nämnas. Politisk osäkerhet innefattar ändrade regler för detaljplaner, byggnadsrätter, bygglov och ombyggnadsregler. Då dessa anses beröra ett stort antal medborgare styrs de via det politiska systemet, främst på kommunal nivå. Förändringar i fastighetsskatten och andra politiskt fastställda avgifter kring fastigheter utgör också en risk.¹²⁴

¹²² Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹²³ Strömgren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*

¹²⁴ Bejrum, H. (1991) *Livscykeleekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*

4. Empiri

I detta kapitel sammanställs de intervjuer som genomförts under uppsatsens gång. Intervjuerna presenteras med ett företag åt gången, detta för att få en samlad bild av företagets sätt att hantera de risker som är förknippade med en fastighetsinvestering. Kapitlets upplägg bidrar även till att läsaren får en logisk och tydlig översikt av de olika respondenternas svar.

4.1 Bakgrund till empiri

Merparten av de företag vi valt att undersöka bedriver verksamhet på flera ställen i landet, medan två av dem endast är verksamma i Göteborgsområdet. Samtliga respondenter gör dock i intervjuerna sina exemplifieringar och hänvisningar till fastighetsmarknaden i Göteborg, varför vi valt att göra en kort presentation av Göteborgsområdets fastighetsmarknad i nuläget.

Göteborg växer snabbt och har de senaste tio åren haft en befolkningstillväxt på ungefär 3 500 personer per år. Det innebär att Göteborg fått 35 000 nya invånare de senaste tio åren. Detta har skapat ett stort tryck på stadens bostadsmarknad, vilket i kombination med relativt låg nyproduktion har skapat bostadsbrist i Göteborg. Vid ingången av 2006 hade de allmännyttiga bostadsbolagen cirka 200 tomma lägenheter, vilket motsvarar en vakansgrad på 0,3 %. Bland privata fastighetsägare fanns knappt en enda ledig lägenhet.¹²⁵

Tidvis har vakansgraden på hyresmarknaden för lokaler varit hög i Göteborg, under 1990-talet var den vid ett flertal tillfällen över 15 %. I dagsläget har låg nyproduktion gjort att vakansgraden ligger runt 10,5 %, vilket motsvarar 337 000 kvadratmeter tom kontorsyta. Trots en förbättrad arbetsmarknad i regionen är det flera procentenheter kvar för att skapa någon prispress uppåt. Den nuvarande starka konjunkturen gör att efterfrågan på butikslokaler är stark och priserna på dessa lokaler är i topplägen tre gånger högre än kontorslokaler. Under innevarande år (2006) kommer runt 44 000 kvadratmeter nyproduktion av kontorslokaler att färdigställas i Göteborg, vilket inte är ett obetydligt tillskott på en marknad som redan dras med en relativt hög vakansgrad.¹²⁶

¹²⁵ Rundquist, B. (2006) *Blek marknad för lokaler i Göteborg*, Fastighetsvärlden nr.7-8

¹²⁶ Rundquist, B. (2006) *Blek marknad för lokaler i Göteborg*, Fastighetsvärlden nr.7-8

4.2 Stena Fastigheter AB

Stena Fastigheter AB (Stena Fastigheter) äger och förvaltar fastigheter i Göteborg, Stockholm, Malmö, Halmstad, Uppsala och Umeå. Förvaltningen omfattar totalt 2,4 miljoner kvadratmeter fördelad på 24 000 bostäder och 3 000 lokaler. Stena Fastigheter ingår i Stena-koncernen och är ett dotterbolag till Stena AB. I Stena-koncernen ingår även affärsområdena färjelinjer, rederi, finans, metall och offshore drilling. För 2005 redovisade Stena Fastigheter en omsättning på cirka 1,7 miljarder kronor, samt en balansomslutning på drygt 14 miljarder kronor (ej redovisat till verkligt värde).

Intervjun med ekonomi- och finanschef Thomas Andersson genomfördes den 30 november 2006, på Stena Fastigheters huvudkontor i Göteborg. Thomas har varit verksam i företaget sedan 1998, dessförinnan var han fastighetsexpert på KPMG.

4.2.1 Affärsrisker

Stena Fastigheters bestånd utgörs huvudsakligen av bostadsfastigheter. En av de främsta risker som Stena Fastigheter ser, är risken för att driftkostnaderna så småningom överstiger hyresintäkterna, i och med det hyrestak som finns. De anser inte att införsel av marknadshyra för bostäder hade eliminerat denna risk. Detta på grund av att Stena Fastigheters bostäder är lokaliserade utanför centrum där hyresnivån i dagsläget tangerar uppskattad marknadshyra. Genom att vara en bra hyresvärd, enligt Hyresgästföreningen, så har Stena Fastigheter haft möjligheten att höja hyrorna för bostäder mellan 0,5-1 % per år.

Stena Fastigheter anser att logistikfastigheter innebär en risk då det är svårt att finna en lämplig hyresgäst för dessa. För att minska risken för uteblivna hyresintäkter och ökade vakansgrader försöker de minska beståndet av denna typ av fastighet.

Ett sätt att hantera risker för ökade vakanser i lokaler är att försöka förhindra utflyttning av befintliga hyresgäster. Stena Fastigheter försöker "växa" med hyresgästen och hålla närliggande lokaler lediga för snabbt expansiva hyresgäster. På så sätt har de möjlighet att behålla hyresgäster, som annars varit tvungna att flytta på grund av platsbrist. Det är svårt att få in en ny hyresgäst då flyttkostnaderna är höga. Dessutom försöker konkurrerande fastighetsbolag ta över hyresgäster genom att locka dessa med betalda flyttkostnader. Ett ytterligare sätt att hantera risken för utflyttningar är att ha årliga möten med hyresgästerna. Under dessa möten diskuterar Stena Fastigheter framtiden med hyresgästen och försöker på så sätt ta reda på hur de kan uppfylla hyresgästernas kommande behov.

När det gäller bostadsfastigheter minskar Stena Fastigheter vakansgraden genom en snabb hantering av in- och utflyttningar. Så fort en hyresgäst väljer att lämna sin lägenhet läggs den ut på Internet och nya hyresgäster ges möjlighet att ansöka. Stena Fastigheter anser det viktigt att noga gå igenom ansökningarna så att rätt hyresgäst kommer på rätt plats. Detta görs för att minska risken för att fel hyresgäst flyttar in, vilket kan leda till att befintliga hyresgäster flyttar ut.

För att hantera risken för uteblivna betalningar från hyresgästerna använder sig Stena Fastigheter av ett antal olika kriterier som skall uppfyllas innan en hyresgäst accepteras. Kriterierna är bland annat att hyresgästen inte ska ha några betalningsanmärkningar, samt ha en inkomst som är tillräckligt stor för att betala hyran. Som inkomst räknas inte olika typer av bidrag, då Stena Fastigheter anser att bidrag inte är en tillräckligt säker inkomst eftersom bidrag kan förändras och försämrats över tiden.

Vad gäller alternativa användningsområden anser Stena Fastigheter att de är dyrt och svårt att anpassa gamla lokaler efter nya behov. Idag efterfrågas kontorslandskap istället för enskilda rum. Genom att satsa på flexibla fastigheter med flera användningsområden kan Stena Fastigheter minska risken för kostsamma anpassningar av lokaler.

4.2.2 Finansiella risker

Stena Fastigheter har en kombination av lån med bunden och rörlig ränta. Av de totala lånen på ungefär tio miljarder, är sex miljarder bundet. De övriga fyra miljarderna är rörliga men med ett räntetak. På så sätt har Stena Fastigheter minskat osäkerheten kring eventuella ränteförändringar. De använder sig inte av derivatinstrument och motiverar detta med bristande kunskap om derivatmarknaden.

Filosofin vid varje fastighetsinvestering är: 1 fastighet, 1 lån och 1 bank. Detta anses effektivt då det på så sätt är lättare att omvandla eller avyttra fastigheten, vilket också stärker förhandlingsstyrkan mot banken, då det tydligt framgår vari säkerheten finns. Tas ett stort lån på ett flertal fastigheter gemensamt är det lättare att förhandla till sig lägre räntesatser, men Stena Fastigheter anser att handlingsfriheten med separata lån väger upp denna möjlighet. Genom att ha 400 fastigheter och därmed 400 lån, ges det 400 förhandlingstillfällen med banken.

Stena Fastigheters finanspolicy är att inte ha mer än 33 % av sina lån hos en enskild bank. Detta för att bankerna inte ska kunna få alltför stort inflytande, samtidigt som de inte vill utgöra en risk för banken om branschen skulle gå ner. Vidare är finanspolicyn att ha fem år långa avtal med fem olika banker där det framgår hur mycket, och till vilka villkor de kan låna. Detta upplägg innebär en kostnad för Stena Fastigheter, men detta anser de vara motiverat då de på så sätt säkerställt tillgången på kapital, och ges handlingsutrymme för att snabbt kunna agera. Genom att i förväg veta sitt handlingsutrymme och lånevillkor kan de lättare göra investeringskalkyleringar och därigenom optimera avkastningen med rätt lån till rätt fastighet.

4.2.3 Lägesrisker

Vid varje investering beaktas lägesrisken och en exitplan genomförs där eventuella möjligheter till avyttring och alternativa användningsområden identifieras. Detta görs för att skydda sig mot att i framtiden sitta med en tom oanvändbar fastighet. Stena Fastigheter undviker att investera i områden som exempelvis Uddevalla eller Vänersborg, där marknaden väntas vika om viktiga arbetsgivare för området såsom SAAB skulle försvinna. Företaget ser ingen exit i dessa områden och anser att områden som ligger mer än fem mil från storstäderna utgör en risk. Stena Fastigheter har ingen diversifieringsstrategi, istället beaktas riskerna vid varje köp individuellt.

Stora pengar satsas på den sociala miljön för att på så sätt göra områdena mer attraktiva. Detta kan ske genom att bygga upp närområdet och förbättra byggnaderna. En annan viktig del i detta är att låta hyresgästerna vara delaktiga i denna förändring och på så sätt stärka relationen till området. Andra insatser för att förbättra läget och minska osäkerheten är att marknadsföra områdena genom arrangerade rundturer, där förvaltaren kan visa områdets kvaliteter. Med Stena Fastigheters olika åtgärder har de kunnat se att tidigare oattraktiva områden idag blivit mycket populära.

4.2.4 Fysiska risker

Största risken för Stena Fastigheter i dagsläget är att de får för dåliga hyreshöjningar i kombination med skenande kostnader för driften. Det är inflation i kommunala avgifter och elpriserna. För att skydda sig mot dessa risker har tidigare fasta el-kontrakt använts. När dessa under innevarande år löpt ut, så har företaget fått fördubblade kostnader för el. Detta har gjort att marginalen mellan hyresintäkten och de löpande kostnaderna blivit allt mindre. Då hyrorna är reglerade har effekten delvis blivit att underhållet försämrats. I och med att Stena Fastigheter har långsiktiga privata ägare, har de valt att i ytterst möjliga mån bibehålla underhållsgraden och har istället belastat resultatet så länge verksamheten genererar ett positivt resultat. Genom att sätta in individuella mätare för el och varmvatten, minskar Stena Fastigheter sin exponering för förändringar i dessa kostnader. Dessa investeringar ger inga ökade intäkter i dagsläget, men blir en positiv affär och samtidigt minskad risk för företaget, om priserna fortsätter stiga.

4.2.5 Institutionella risker

De främsta institutionella risker som Stena Fastigheter identifierar är stora höjningar på tomträttsavgälden¹²⁷ och förändringar i fastighetsskatten. De befärrar att underlaget för tomträttsavgälder kommer att höjas med upp till 40 % vid kommande omförhandlingar i de storområden där de har sina lokaler. Detta är inget de kan styra över i dagsläget mer än att de är medvetna om att risken finns. Underlaget för fastighetsskatten på bostäder har i dagslägets frysts, samtidigt som procentsatsen sänkts. För Stena Fastigheters kommersiella lokaler debiteras fastighetsskatten direkt på hyresgästen, vilket är ett sätt att minska riskexponeringen.

Det är idag svårt att få tillstånd för påbyggnad på befintliga fastigheter. Detta utgör en institutionell risk mot en expansion i attraktiva lägen. För att motverka detta har Stena Fastigheter startat en byggavdelning i Stockholm som arbetar för att effektivisera de långsamma processer som föregår en tillbyggnation. Detta har skapat en bättre kontakt med byggnadskontoret i Stockholm än i de övriga städerna.

4.2.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

Normalt sett har Stena Fastigheter inte investerat i fastigheter som har en direktavkastning under 6 %. De stigande fastighetspriserna har gjort att de nu har accepterat affärer med en direktavkastning på 5,5 %. Idag står de utanför marknaden eftersom dagens affärer endast genererar en avkastning runt 3 % enligt Stena Fastigheters kalkyler. Vidare anser de att situationen kan liknas vid den i slutet på 80-talet, där direktavkastningen var av mindre betydelse.

4.2.7 Viktigaste riskerna

De väsentligaste riskerna som Stena Fastigheter beaktar i dagsläget är de kraftigt ökande utgifterna för drift, framförallt de stigande energipriserna, samt de allt för dåliga hyreshöjningarna.

¹²⁷ I vissa områden i Sverige är det vanligt att en fastighet upplåts med tomträtt. Med tomträtt menas att den som bebod fastigheten, det vill säga tomträttshavaren, betalar en årlig avgift så kallad tomträttsavgäld, till fastighetsägaren.

4.3 Tommy Sjöbergs Fastighets AB

Tommy Sjöbergs Fastighets AB (Tommy) har funnits sedan 1980 och ägs till 100 % av Tommy Sjöberg och hans hustru. Företaget bedriver förvaltning med uthyrning av kommersiella kontors- och industrilokaler. Förvaltningen omfattar en total yta på cirka 40 000 kvadratmeter. Merparten av fastighetsbeståndet finns inom Lerums Kommun, men även inom vissa områden i Torslanda och Hisings Backa. Tommy Sjöbergs Fastighets AB bedriver en aktiv förvärvsstrategi och har endast sålt två fastigheter sedan verksamheten startades. Balansomslutningen ligger på strax under 50 miljoner och har en årlig omsättning på drygt 7 miljoner i dagsläget.

Intervjun med VD Tommy Sjöberg genomfördes den 1 december 2006, på hans kontor i Stenkullen. Innan Tommy startade sitt fastighetsbolag var han verksam inom entreprenadbranschen.

Eftersom Tommy är ensam beslutsfattare i sitt företag så är hans svar högst personliga, därav vår mer personliga presentation av intervjun.

4.3.1 Affärsrisker

Hyreskontrakten varierar från tre år och uppåt, men Tommy ser hellre att de är på fem år eller helst upp till tjugo år, detta för att minska risken för att stå med vakanta lokaler. Han anser inte att det är ett motiv att ha korta kontrakt för att på så sätt kunna omförhandla kontrakten till högre hyror. Tommy anser istället det bättre att ta lite lägre hyror och därmed få nöjda hyresgäster, och på så sätt skydda sig mot risken för en ökad vakansgrad. Vakansgraden är ingenting han arbetar med aktivt, eftersom han har 100 % beläggning och aldrig drabbats av att ha tomma lokaler. För att säkerställa sina hyresintäkter gör Tommy sedvanlig kreditupplysning, och ser även till den verksamhet som kommer att bedrivas. Vis av erfarenheten så undviker Tommy vissa typer av verksamheter då dessa skapat problem tidigare.

Tommy ser inga särskilda risker i att ha fastigheter med specifika användningsområden. Han skraddarsyr gärna sina fastigheter efter hyresgästens behov, men för att minska sina risker, så får hyresgästen under den kontrakterade hyresperioden finansiera ombyggnationerna genom högre hyror. På så sätt är utgifterna för investeringarna avskrivna vid kontraktets utgång. I somliga fall skrivs en återställningsklausul vid specifika ombyggnationer, för att i framtiden kunna använda fastigheten till alternativa användningsområden.

4.3.2 Finansiella risker

En av de främsta risker som Tommy identifierar är risken för stigande räntor. Trots detta har han valt att ha alla sina lån rörliga, vilket han motiverar med att rörligt varit det mest fördelaktiga för hans företag historiskt. För att minska räntekostnaderna och ränterisken, väljer Tommy att använda merparten av de årliga överskotten till amortering av sina lån. Lån som normalt amorteras på 25 år väljer han att amortera på högst 13 år. Bakgrunden till detta sätt att hantera risken, är erfarenheten från fastighetskraschen i början av 90-talet då lånen kunde överstiga säkerheten. De stora amorteringarna hjälper till att säkerställa tillgången på kapital genom att de skapar nytt låneutrymme hos banken. Senaste årens värdestegringar på fastigheter har gjort att ytterligare lån kunnat lyftas från befintliga fastigheter, då omvärderingar görs av banken regelbundet. Genom att ha individuella lån för varje fastighet minskar risken för otydlighet kring vari säkerheten ligger, vilket underlättar vid eventuell förändring eller försäljning av fastigheten.

4.3.3 Lägesrisker

Tommy identifierar ingen lägesosäkerhet i sitt nuvarande bestånd, då han anser att alla sina fastigheter ligger i attraktiva områden med ett aktivt näringsliv. Lägesosäkerheten beaktar han istället separat vid varje nyinvestering och tittar på hur fastighetens attraktivitet sett ut historiskt. Genom att i första hand investera i fastigheter i sitt närområde där han har god lokalkännedom och vet vad som är eftertraktat, minskar han verksamhetens lägesrisker.

4.3.4 Fysiska risker

Genom att Tommy debiterar ut driftkostnaderna på hyresgästen skyddar han sig mot risken för stigande driftkostnader. I somliga äldre kontrakt ligger driftkostnaderna kvar på honom, vilket utgör en risk som han försöker ändra på vid omförhandlingar av hyreskontrakten. Vid nyinvestering gör Tommy själv en noggrann inspektion av fastigheten för att upptäcka eventuellt eftersatt underhåll och få möjligheten att prognostisera framtida underhållsutgifter. Han anlitar inga externa värderare eller besiktningsmän utan anser sig själv besitta den kunskap och erfarenhet som krävs för att identifiera fysiska risker i fastigheten. Kostnaderna för allmänt underhåll och fel i tekniska installationer belastar Tommys resultat när de uppstår.

4.3.5 Institutionella risker

För att hantera eventuella krav från myndigheter, använder sig Tommy av en friskrivningsklausul i hyreskontrakten som innebär att hyresgästen får stå för eventuella konsekvenser av besluten. Likaså debiteras fastighetsskatten ut på hyresgästen, vilket gör att Tommy inte ser några direkta risker i en höjd fastighetsskatt.

4.3.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

Eftersom Tommy varit verksam i drygt 25 år så har han upplevt både upp- och nergångar. I och med att han liksom många andra drabbades av fastighetskrisen i början av 90-talet, har han idag blivit alltmer försiktig i sin verksamhet, vilket kommer till uttryck genom att han idag lägger merparten av sitt överskott i verksamheten på amortering av banklånen. På så sätt har han minskat sin finansiella risk vid en eventuellt vikande fastighetsmarknad. På 80-talet hade Tommy lån med flera fastigheter som säkerhet, vilket var vanligt förekommande under denna tid. Dessa lån innebar att flera fastigheter buntades samman till ett stort lån för att på så sätt få förmånligare räntevillkor. Problem uppstod i början av 90-talet då fastighetsmarknaden vek, gällande vilken fastighet som var säkerhet för vad vid eventuella försäljningar. För att undvika en upprepning av dessa risker har Tommy idag individuella lån för varje fastighet.

4.3.7 Viktigaste riskerna

Den främsta risken som Tommy beaktar i dagsläget är förändringar i konjunkturen, där stigande räntor utgör den väsentligaste riskfaktorn.

4.4 Fastighets AB Balder

Fastighets AB Balder (Balder) bildades under år 2005 och har växt ifrån att då ha 30 fastigheter med 2 mdkr i marknadsvärde, till att idag ha 130 fastigheter med ett marknadsvärde runt 7 mdkr. Fastighetsbeståndet består till 95 % av kommersiella fastigheter och 5 % bostäder. Uthyrningsbar yta är i dagsläget runt 800 000 kvadratmeter. De koncentrerar sitt fastighetsbestånd kring storstadsregionerna Stockholm, Göteborg och Malmö. Företaget är börsnoterat och finns listade under Stockholmsbörsens Small Cap.

Intervjun med ekonomi- och finanschef Ulf Johansson genomfördes den 5 december 2006, på huvudkontoret i Göteborg. Ulf har varit verksam i företaget sedan 2005 och hade dessförinnan arbetat inom fastighetsbranschen i 18 år.

4.4.1 Affärsrisker

Balder säkerställer sina inflöden av framtida hyresintäkter genom att ha långa kontrakt med hyresgästen. Detta gör att de närmsta årens intäkter är relativt enkla att uppskatta. Kontrakten bevakas av affärssystem som signalerar då något hyreskontrakt börjar löpa ut. De jobbar nästan uteslutande med kommersiella fastigheter där hyreskontrakten har en spännvidd på mellan ett år och tio år. Genom de långa kontrakten skyddar sig bolaget mot risken att stå med tomma lokaler. Nackdelen med långa kontrakt är risken att bli låst vid en alltför låg hyresnivå. Företaget arbetar idag inte aktivt med att optimera kontraktslängderna, men har som målsättning att i framtiden förbättra detta arbete. Beroende på konjunkturen så skiljer sig Balders riskhantering av hyreskontrakt åt. Under en högkonjunktur med höga hyresnivåer strävar företaget exempelvis efter långa hyreskontrakt.

Balder har i dagsläget främst kommersiella fastigheter med en genomsnittlig vakansgrad på 10 %. För att minska risken för ökade vakanser arbetar hela förvaltningsorganisationen med kundvård där de regelbundet träffar hyresgästerna för att skapa en nära relation, och på så sätt försöka bibehålla en hög uthyrningsgrad. En av de största riskerna i den löpande verksamheten är att en hyresgäst flyttar ut. Utflyttning skapar alltid stora kostnader och det behöver vanligtvis även göras någon form av anpassning till den nya hyresgästen. Eventuella vakanser, hanterar företaget genom olika marknadsföringsåtgärder. Dessutom har företaget egna uthyrare och förvaltare som jobbar aktivt med att försöka sänka vakansgraderna.

Genom att ha ett litet antal fastigheter med specifika användningsområden minskar affärsrisken, då de alternativa användningsområdena är många. Detta är en vald strategi som gör att Balder enklare kan hitta nya hyresgäster. Ytterligare tillvägagångssätt för att minska affärsriskerna är att de gärna har flera hyresgäster i en fastighet, där kontrakten normalt löper ut vid olika tillfällen.

4.4.2 Finansiella risker

Balder anser sig ha en relativt flexibel finanspolicy. I dagsläget har de uppemot 80 % rörlig ränta och jobbar aktivt med att följa räntan. Den höga andelen rörliga lån innebär ett stort mått av osäkerhet om räntenivån stiger. För att skydda sig mot denna risk har företaget idag en konstruktion med räntetak.

Vid nyinvesteringar har Balder olika källor för finansiering. De jobbar i stor utsträckning med ren bankfinansiering, men har i samband med vissa förvärv även gjort apportemissioner¹²⁸ och upptagit större förlagslån.¹²⁹ För att minska sin egen och bankernas finansiella riskexponering, arbetar bolaget i nuläget med mellan sex till sju banker, varav två är huvudbanker som står som finansiär för merparten av lånevolymen.

Balder har inte kunnat ingå några avtal med banken där de i förväg vet sitt låneutrymme och lånevillkor, vilket utgör en finansiell risk då de inte kunnat säkra tillgången på kapital. Respondenten motiverar detta med att de vuxit med 300 % de senaste åren, vilket omöjliggjort ett sådant upplägg med kreditgivaren. Hittills har de dock inte haft något problem att få tillgång till kapital. Risken för kapitalbrist minskar genom att de är börsnoterade och respondenten påpekar exempelvis att deras förlagslån inte kunnat tas om de vore ett onoterat bolag.

4.4.3 Lägesrisker

För att hantera osäkerheten kring fastighetens läge gör Balder en noggrann lägesanalys vid förvärv. Här tittar företaget framförallt på kommunikationer och logistik kring fastighetens närområde. Analysen innefattar inte bara dagsläget, utan även en bedömning av framtiden. Ett exempel på detta är förvärvet av ett köpcentrum, där företaget ser en stor fördel av att en pendelstation kommer att uppföras i närheten. Balder anser inte att de kommit så långt att de själva kan påverka infrastrukturen, men genom goda kontakter med kommunen, så kan företaget ta del av kommunens planer och får därigenom möjligheten att anpassa sina investeringar.

4.4.4 Fysiska risker

För kommersiella lokaler så tar hyresgästen större delen av driftkostnaderna. I dagsläget kan Balder avräkna ungefär 70 % av kostnaderna, men strävar efter att kunna avräkna allt gentemot hyresgästen. Vid varje omförhandlingstillfälle arbetar företaget aktivt med att minska sin andel av driftkostnaderna, följaktligen minskar Balders riskexponering när det gäller driften. För bostäder anser företaget inte det möjligt att göra liknande åtgärder. Istället försöker de effektivisera bostäderna för att minska driftkostnaden.

Drift- och underhållskostnader planeras i arbetet med affärsplanen för varje fastighet. Alla fastigheter värderas internt före förvärv, där företaget tar ställning till vilket underhåll som behövs göras för varje fastighet. Detta görs i syfte att minska risken för kommande oplanerade utgifter.

4.4.5 Institutionella risker

Fastighetsskatten debiteras nästan uteslutande på hyresgästen, men risken finns att en ökad fastighetsskatt tar utrymme från den totala kostnaden som hyresgästen är villig att betala för sin lokal. Höjs fastighetsskatten minskar således företagets möjlighet att höja hyran, och på så sätt innebär en höjning av fastighetsskatten, trots att den debiteras på hyresgästen, en indirekt risk för Balder.

¹²⁸ Apportemission är en nyemission där betalning sker med annan egendom än kontanter.

¹²⁹ Förlagslån är ett långfristigt lån utan någon särskild säkerhet, som ges ut av industriföretag, hypoteksinstitut och banker. Förlagslån används ofta som ett alternativ till att öka det egna kapitalet. Vid obestånd kommer förlagslångivare att få betalt först efter att övriga lån återbetalats.

När det gäller tillstånd för ny- och ombyggnation av fastigheter kontrolleras detta vid förvärvstillfället. Eventuella förändringar av fastigheten ingår i affärsplanen för respektive fastighet där bedömningar görs av vilken användning företaget kan ha av fastigheten. Genom att detta beaktas vid upprättandet av affärsplanen, minskar risken för oklarheter gällande ombyggnation i framtiden.

4.4.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

Riskhanteringen hos Balder har inte förändrats i och med de stigande priserna. Företaget vill fortsätta växa, men de stigande fastighetspriserna har gjort det svårare för företaget att göra nyinvesteringar med tillfredsställande avkastning. De ser därför gärna att fastighetsmarknaden stabiliseras. Många av de förvärv som Balder gjort har skett ”off-market”, det vill säga utanför marknaden och genom personliga kontakter, vilket de anser vara den enda möjligheten i dagsläget för att uppfylla rimliga avkastningskrav. Hade företaget deltagit i budgivningarna hade de kanske tagit hem en av tjugo affärer, vilket inte hade räckt för att uppfylla företagets tillväxtmål. Dessutom anser sig Balder inte ha den organisation som krävs för att kunna räkna på alla tillgängliga affärer på marknaden.

Balder har inga standardiserade direktavkastningskrav, utan detta bestäms utifrån varje enskild fastighetsinvestering. Företaget har ett relativt högt avkastningskrav på sina fastigheter, men även detta har de fått tänja på till följd av de stigande priserna. Eftersom bolaget är börsnoterat och redovisar fastigheter till verkligt värde sjunker den procentuella direktavkastningen i takt med att fastigheterna blir högre värderade.

Respondenten ser betydande skillnader i dagens fastighetsmarknad jämfört med fastighetsmarknaden i slutet av 80-talet. Idag genererar fastigheterna en positiv direktavkastning som överstiger marknadsräntan, vilket han anser att de inte gjorde under 80-talet. Dessutom tror han inte att räntan kommer nå den nivå som gällde i början 90-talet.

4.4.7 Viktigaste riskerna

De viktigaste riskerna anser Balder vara konjunkturläget, räntehöjningar och tillgången på kapital. De anser även att myndighetsbeslut gällande energi och miljö utgör en väsentlig risk.

4.5 Bostads AB Poseidon

Bostads AB Poseidon (Poseidon) är ett av Göteborgs Stad helägda aktiebolag, med Förvaltnings AB Framtiden som moderbolag. Antalet anställda uppgår idag till drygt 180.

Bostads AB Poseidon är ett av Göteborgs största bostadsbolag som äger och förvaltar lägenheter enbart i Göteborgs kommun och har för närvarande cirka 40 000 hyresgäster. Det innebär att var tionde göteborgare bor i någon av Poseidons lägenheter. Vid utgången av 2005 ägde och förvaltade Poseidon 368 fastigheter med sammanlagd uthyrningsbar yta om knappt 1,6 miljoner kvadratmeter, av dessa utgjordes 94 % av bostadsyta med 23 535 lägenheter.

Intervjun med Mats Jones och Jessica Kruse ägde rum den 15 december på Poseidons huvudkontor i Angered. Mats som är distrikts- och säkerhetschef, har arbetat på Poseidon i 28 år och sitter med i Poseidons ledning. Jessica har arbetat på företaget i 12 år och varit ekonomichef sedan 1 augusti 2006.

4.5.1 Affärsrisker

Poseidon identifierar inga överhängande affärsrisker i dagsläget, men ser vakansrisken som det eventuella hotet. Vakansgraden på 0,1 % är minimal och företaget har över 500 sökande på varje lägenhet som blir ledig. Skulle betydande arbetsgivare som Volvo flytta så hade detta påverkat Poseidon, men detta ses inte som något orosmoln i nuläget. Genom att jobba aktivt med ”boinflytande” försöker de skapa en samhörighet med hyresgästen och försöker på så sätt erbjuda Göteborgs mest attraktiva bostäder.

Vid nyuthyrning används ett avancerat datasystem för att skapa rätt sammansättning av hyresgäster i fastigheterna gällande ålder, antal hyresgäster per lägenhet, student, pensionär etcetera. På så sätt arbetar de för att minska risken för vakanser genom en stabil sammansättning. Det görs också en sedvanlig kreditprövning av hyresgästen i syfte att säkerställa dennes betalningsförmåga. Hyreskontrakten för bostäderna är styrda av hyreslagen, vilket gör att Poseidon inte kan påverka längden på sina hyreskontrakt, vilket skapar en viss osäkerhet kring framtida intäkter. Förvaltningen av de få lokaler som ingår i fastighetsbeståndet har överlåtits till ett annat bolag inom koncernen som är specialister, och Poseidon har på så sätt transfererat risken för dessa.

Poseidon arbetar inte aktivt med vilka alternativa användningsområden fastigheterna har men försöker ha en god mix av olika typer av lägenheter. De har sålt av en fastighet med 500 lägenheter, där samtliga var treor. Anledningen var att de inte kunde erbjuda hyresgästerna som ville flytta några alternativa lägenheter i annan storlek inom samma område. Fastigheten gick heller inte att bygga om till en motiverad kostnad. Följden blev att bolaget sålde fastigheten för att minska sin riskexponering och använde pengarna till att renovera befintligt bestånd.

4.5.2 Finansiella risker

För att minska kreditmarginalerna arbetar Poseidon med stora lånevolymer. För att skydda sig mot risken för stigande räntor arbetar de aktivt med derivat i motsvarande volym som lånen. Genom att ha en räntelöptid på 1,6 – 2,6 år blir det viss fördröjning vid stigande räntor som skapar ett handlingsutrymme för företaget. Med dagens räntenivå har Poseidon valt att ligga så kort som möjligt, det vill säga 1,6 år i räntebindningstid. De har också som regel att inte mer än 1/3 av lånen faller ut inom 12 månader, för att på så sätt undvika riskexponeringen då

alla skulle falla ut samtidigt. Detta följs kontinuerligt upp för att identifiera förändrade tendenser på marknaden.

För att säkerställa tillgången på kapital arbetar de med många olika motparter, både nationellt och internationellt. Som komplement använder de sig också av kreditlöften och för att ytterligare säkerställa tillgången på kapital så arbetar de med olika låneformer: traditionella banklån, obligationslån och syndikerade banklån.¹³⁰ Trots möjligheten till kommunal borgen har Poseidon valt att vara självfinansierade och låna med fastigheterna som säkerhet istället.

Poseidon använder sig av en sofistikerad värderingsmodell. Deras värderingsmodell är en avancerad nuvärdesberäkning som använts länge. De räknar på tio år och ett restvärde år elva, med olika avkastningskrav och räntor. Det görs också en externvärdering som jämförs med deras interna där de medvetet lagt sig lite under de externa värderingarna som en försiktighetsåtgärd. De fastighetsportföljer som Poseidon har som säkerhet för sina obligationslån har blivit högt rankade (AAA). De följer också kontinuerligt upp sina motparters rating, för att på så sätt minska sin egen motpartsrisk. Genom att alltid ha vissa fastigheter obelånade, skapar de ett handlingsutrymme.

4.5.3 Lägesrisker

Varje år görs en gedigen affärsplan gällande områdets rådande arbetsmarknad, hälsa, miljö, inkomst med mera, för att kartlägga den rådande situationen. Poseidon är inga aktiva köpare på marknaden utan köper vissa fastigheter av strategiska skäl då deras uppdrag är att utveckla Göteborg. Då gäller det att få stabilitet i ett område där det i dagsläget kanske är oroligt och fel sorters hyresgäster som förstör för Poseidons hyresgäster. För att minska lägesrisken kan de då gå in och köpa den fastigheten för att reda upp situationen. Trots att den enskilda affären kanske är en förlustaffär i rena pengar är den en vinst för området, vilket i sin tur gör att risken för vakanser minskar långsiktigt.

Genom att varje år göra en ”nöjd boendeindex” som skickas ut till hyresgästerna, hoppas Poseidon via dessa få indikationer på tendenser av hur nöjda hyresgästerna är. På så sätt kan de förebygga riskexponeringen mot överraskat missnöje och vakans.

4.5.4 Fysiska risker

Uppvärmningen är den största kostnaden i Poseidons löpande verksamhet. Genom att ha lyckats minska förbrukningen, har företaget skyddat sig mot de stigande taxorna. Poseidon har i samtliga fastigheter datoriserat värme- och ventilationssystemen som en åtgärd för att omedelbart kunna identifiera stigande förbrukning. De har också ”energijägare” som arbetar kontinuerligt med effektiviseringar. Genom att bygga med kvalitet gällande exempelvis materialval, försöker Poseidon på lång sikt hålla låga driftkostnader.

4.5.5 Institutionella risker

Poseidon anser att det är svårt att få kontrakt för tillbyggnationer då det är en lång process som ofta tar sju år. Den höga efterfrågan på lägenhet gör att de inte har så många lediga lägenheter att erbjuda folk som flyttar in i stan, vilket är frustrerande när de har många fina projekt som de vill förverkliga. Fastighetsskatten anser Poseidon vara trögrörlig men håller sig uppdaterade genom att läsa exempelvis propositioner i ämnet. De gör också simuleringar på hur eventuella förändringar av exempelvis fastighetsskatten skulle påverka verksamheten.

¹³⁰ Syndikerade banklån innebär att flera banker arrangerar och garanterar täckningen av ett lån.

4.5.6 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

De stigande fastighetspriserna har inte direkt påverkat Poseidon, eftersom de inte har en aktiv förvävsstrategi. De har gjort en försäljning av en fastighet i år (2006) som såldes till bostadsrätt. Den främsta anledningen till försäljningen var att Poseidon gärna ville se en variation av ägandeformer i sina områden.

4.5.7 Viktigaste riskerna

Den främsta risken som Poseidon ser är ökade vakanser, vilken dock är minimal i dagsläget. De har även ett stort fokus på räntan då räntekostnaderna utgör en väsentlig post i Poseidons verksamhet.

4.6 Handelsbanken

Svenska Handelsbanken AB (Handelsbanken) är en av de största bankerna i Norden med omfattande kontorsrörelse i Sverige, Norge, Finland, Danmark och Storbritannien. I koncernen ingår dotterbolagen Handelsbanken Fonder, Handelsbanken Finans, Handelsbanken Liv, Stadshypotek, samt SPP. Handelsbankens organisation är sedan början av 1970-talet starkt decentraliserad och det lokala bankkontoret har en stark ställning. Koncernen är börsnoterad och finns listade under Stockholmsbörsens Large Cap.

Handelsbanken är en stor aktör i fastighetsmarknaden och har alltid varit intresserade av att finansiera fastigheter. Förvärvet av Stadshypotek 1997 bidrog till att Handelsbanken blev en ännu större aktör av fastighetsfinansiering. Idag har Handelsbanken ca 30 % av den svenska marknaden och är därmed en av de största finansiärerna av fastigheter i Sverige.

Handelsbanken finansierar alla kategorier av fastigheter, både till privatpersoner och till företag. Företaget strävar efter att arbeta med rätt kunder istället för en fokusering på en viss andel från respektive fastighetskategori.

Intervjun med bankdirektör och kreditchef Bernt Niklasson genomfördes den 7 december 2006, på Handelsbankens regionkontor i Göteborg. Bernt har varit verksam i branschen i 37 år och har därmed varit med om både upp- och nergångar på fastighetsmarknaden.

4.6.1 Risker förknippade med fastigheten

Handelsbanken poängterar att fastigheter är något som alla banker är intresserade av då det innebär stora lånevolymer. Gör bankerna rätt affärer kan det bli mycket lönsamt, och hanteras de på rätt sätt så innebär det en relativt trygg och säker affär. Fastigheter innebär mer reella och konkreta värden jämfört med andra typer av finansieringar, men det gäller att inte falla för frestelsen att låna ut stora belopp till uppenbart osäkra fastigheter, och därmed utsätta sig för en större risk.

Handelsbanken anser att det finns stora skillnader mellan att finansiera bostadsfastigheter och kommersiella fastigheter. Bostadsfastigheter anser de vara betydligt tryggare då uthyrningsgraden ofta ligger nära 100 %, under förutsättning att läget är attraktivt. För kommersiella fastigheter däremot, kan vakansgraden vara högre och mer beroende av konjunkturen. För att minska risken med kommersiella fastigheter ställer därför Handelsbanken högre krav för att finansiera dessa.

Ett positivt driftnetto från fastigheten är det viktigaste för att Handelsbanken ska finansiera en fastighet. För att undvika risken för att kassaflödet minskar, eller till och med uteblir, anser Handelsbanken att fastighetens läge är helt avgörande. Detta gäller för alla kategorier av fastigheter, men är extra viktigt för kommersiella fastigheter, då risken för vakanser i dessa är större. Fastighetens skick är inte lika viktigt så länge läget är bra, då läget styr möjligheten att hyra ut och att upprätthålla fastighetens värde. Långsiktigt är därför läget alltid avgörande för Handelsbankens kreditgivningsbeslut.

Förutom att de kontrollerar att fastigheten har ett positivt kassaflöde har Handelsbanken internt anställda värderingsmän som värderar alla fastigheter de belånar, vilket minskar risken för felaktiga beslutsunderlag. Handelsbanken är en mycket decentraliserad organisation vilket de anser är en fördel, då varje kreditbeslut fattas på lokal nivå med god kännedom om den närliggande marknaden. Genom att dagligen vistas i den lokala marknaden får de bättre

uppfattning om områdets attraktivitet och var det finns vakanser. Ofta ger den okulära besiktningen väldigt god information om fastigheten och det område den finns i. Information som aldrig går att räkna fram med hjälp av kalkyler. Handelsbanken anser att värderingsinstitutet inte alltid har den lokala kännedom som krävs för att göra korrekta värderingar. Många konsultbolag fokuserar mer på kalkyler och antaganden, istället för på den aktuella situationen för fastigheten. När Handelsbanken värderar fastigheten finns det oftast en skillnad mellan köpeskillingen och det som banken värderar fastigheten till, där köpeskillingen utgör det högre beloppet och skillnaden utgör en säkerhetsmarginal för banken. Detta minskar risken för kreditförluster om marknaden skulle vika.

Eftersom Handelsbanken är en väldigt stor aktör på fastighetsmarknaden så är de väldigt väl insatta i hur fastighetsförvaltarna tänker och agerar. De riskfaktorer som fastighetsförvaltarna tittar på, beaktar även banken. Handelsbanken anser att fastighetsförvaltaren brukar ha god koll på fastighetens fysiska skick då de är måna om att den inte ska förfalla. Problemet är oftast inte att fastigheten förfaller, utan istället uppkommer problem om den står tom. En fastighet utan hyresgäster skapar inget kassaflöde.

Om säkerheten i en fastighet urholkas har banken flera möjligheter att hantera detta. Ett alternativ är att kräva snabbare amorteringstakt under förutsättning att fastigheten, trots värdeminskningen, genererar ett positivt kassaflöde. Ett annat alternativ är att kräva nya säkerheter i form av andra fastigheter eller övriga tillgångar. Är detta inte möjligt måste banken agera hårdare och kräva en försäljning av fastigheten. För att göra kunden medveten om vilka villkor som gäller, informerar Handelsbanken kunden noga om vilka krav de ställer vid ingåendet av kontraktet. Det viktigaste är att det finns ett kassaflöde från fastigheten och så länge kassaflödet är positivt brukar det alltid gå att anpassa lånet så att det uppfyller kundens behov och bankens krav.

4.6.2 Risker förknippade med låntagaren

Risken för finansiella påfrestningar i förhållande till finansiell motståndskraft, är de parametrarna som Handelsbanken tittar på och är det som leder fram till bedömningen av låntagarens återbetalningsförmåga.

För ett helt nystartat fastighetsföretag är det väldigt svårt att ta sig in på marknaden. Dels beror det på dagens höga priser och dels beror det på att företaget oftast inte har ett kassaflöde eller en likviditet som kan säkerställa eventuella oförutsedda kostnader och vakanser. Därför kräver Handelsbanken en större andel egen insats för en ny fastighetsinvestorare, för att klara finansiella påfrestningar och därmed göra risken mindre för banken. Handelsbankens tumregel är att utlåning upp till 75 % av marknadsvärdet på en fastighet anses tryggt.

För att minska riskerna vid finansiering är Handelsbanken alltid mer intresserad av att se på hela bolaget och dess förutsättningar, för att därefter utvärdera den enskilda fastigheten. Handelsbanken är därför noga när de bedömer sina låntagare, då det i första hand är betalningsförmågan som är väsentlig för kreditgivningsbeslut. Återbetalningsförmågan är således viktigare än säkerheten i den enskilda fastigheten.

Handelsbanken vill helst inte att fastighetsförvaltarna bolagiserar varje fastighet då finansiering blir mer objektorienterad samt att säkerheten för banken försämras. Helst ser de en finansiering av ett helt fastighetsbestånd, då det innebär en större riskspridning och en mindre risk för att säkerheten urholkas. Bolagisering var väldigt vanligt under 80-talet och nu

börjar dessa tendenser återkomma. Detta innebär en ständig dialog med bankens kunder, eftersom bolagisering i många fall utgör en fördel för förvaltaren och en nackdel för banken.

4.6.3 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

Eftersom det är väldigt stor konkurrens mellan storbankerna poängterar Handelsbanken att det är av yttersta vikt att noggrant bevaka marknadens utveckling, för att inte hamna i samma situation som i början av 90-talet. Det som händer i dagsläget är att bankerna utmanar varandra med att belåna en högre andel av fastighetens värde.

Priserna på förvaltningsfastigheter har gått upp på grund av att avkastningskraven har sänkts, vilket hänger ihop med att det har blivit billigare att låna kapital. Risken som Handelsbanken ser är att även bankerna sänker sina låne- och säkerhetsvillkor och därmed riskera att råka ut för kreditförluster, då låntagarens driftnetto inte räcker till för att betala ränta och amorteringar.

Handelsbankens erfarenheter sedan finanskrisen är att före finanskrisen var fokus inte på kassaflöden, utan på fastigheternas marknadsvärden. I dagsläget tenderar värdena att bli så höga att kassaflödet knappt blir positivt. Det Handelsbanken lärde sig under fastighetskrisen är att kassaflödet ska vara det centrala för kreditgivningsbeslut. En stor skillnad mellan dagens situation och 80-talet är att vi idag har en låg inflation med låga räntor. Det var den höga inflationen under 80-talet som bidrog till att ingen beaktade kassaflöden, utan istället fokuserade på värdestegringen. Idag beror värdestegringarna framför allt på ett allt för litet utbud i förhållande till den stora efterfrågan.

Kreditchefens roll innefattar att bevaka att fastigheter finansieras innanför ramarna för bankens kreditpolicy, vilken bland annat är att det finns ett underliggande kassaflöde. Varje liten signal som tyder på en ny fastighetskris måste tas på stort allvar. Handelsbankens allmänna uppfattning är att den korta räntan kommer att fortsätta stiga någon procentenhet, men att detta inte innebär någon större risk för en ny fastighetskris då räntan enligt Handelsbankens bedömningar inte kommer att nå de nivåer som gällde i början av 90-talet.

4.6.4 Viktigaste riskerna

Den viktigaste risken för Handelsbanken är uteblivna ränteintäkter vid utlåning. För att trygga sina ränteintäkter är det viktigt att banken beaktar om fastigheten genererar ett tillräckligt stort kassaflöde. Ett positivt kassaflöde från fastigheten är ofta en förutsättning för låntagarens återbetalningsförmåga. Hur bra fastighetens läge är anser Handelsbanken vara den avgörande faktorn för att säkerställa framtida kassaflöden.

4.7 SEB

Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB) är en finansiell koncern med verksamhet i bland annat Norden, Baltikum, Polen, Tyskland och Ukraina. SEB har cirka 20 000 medarbetare med över 680 bankkontor, och finns representerade i ett 20-tal länder runt om i världen. Koncernen agerar som finansiell partner för både privatpersoner och företag, och har idag (2006) cirka 5 miljoner kunder. Koncernen är börsnoterad och finns listade under Stockholmsbörsens Large Cap.

Hälften av bankens företagsutlåning går till förvaltningsfastigheter.

Intervjun med tre nyckelpersoner inom fastighetsfinansiering från SEB genomfördes den 14 december 2006, på SEB:s huvudkontor i Göteborg. Vi intervjuade ställföreträdande divisionskreditchef Sven Öresjö, Charlotta Prytz Hedström som är kundansvarig för SEB Commercial Real Estate, samt Maria Roth som är kundansvarig för CRM Mid Corporate (SEB Merchant Banking) och arbetar med de kommunala fastighetsbolagen. Samtliga respondenter har över 15 års erfarenhet av fastighetsfinansiering.

4.7.1 Risker förknippade med fastigheten

Återbetalningsförmågan är den viktigaste bedömningsaspekten då SEB ska fatta ett kreditgivningsbeslut och det som mest påverkar denna är vakansrisken. Läget och fastighetens användningsområde har alltid en central roll för hur stora vakanserna är och riskerar att bli. Exempelvis har centralt belägna hyreshus i storstäderna en minimal vakansrisk, medan industrilokaler i ytterområden har en betydligt högre vakansrisk. Detta är SEB väl medveten om vid sina kreditgivningsbeslut.

Det är framförallt två olika sorters lägesrisker som SEB beaktar. Vid kreditgivning ser de först till *ortsläget* på fastigheten, vilket exempelvis kan vara Göteborgs kommun. Därefter ser de till fastighetens *mikroläge*, vilket innebär att de olika kommunerna kan vara indelade i A, B och C-lägen. A-lägena är de mest attraktiva områdena och C-lägena de minst attraktiva. Bara för att en fastighet är belägen i Göteborg, behöver alltså inte innebära ett attraktivt läge för fastigheten. Genom att noga studera fastighetens läge kan SEB minska risken för att stå som finansiär till en låntagare som kan drabbas av vakanser som i sin tur kan äventyra återbetalningsförmågan.

För att ytterligare minska risken att stå som finansiär till en fastighet som drabbas av vakanser, ser gärna SEB att fastigheten kan ha alternativ användning och inte är låst vid ett specifikt användningsområde. Specialsydda fastigheter är svårare att hitta hyresgäster till och SEB ställer därför högre krav för att finansiera dessa. De högre kraven kan innebära att SEB kräver en stabilare låntagare med ett långt underliggande hyreskontrakt. Det är viktigt att banken tror att fastigheten kommer att vara uthyrd även om 10 år.

En annan grund för kreditgivningsbeslut kan vara att fastställa fastighetens markvärde utan hänsyn till byggnaden. Ibland utgör detta en så stor andel av fastighetens totala värde att det kan löna sig att riva byggnaden och bygga en ny.

Vid kreditgivningsbeslut granskar SEB låntagarens driftnettokalkyler men vill även ha ett uttalande från ett externt värderingsinstitut. SEB har dessutom egna specialister som besiktigar fastigheten, för att fastställa rimliga avkastningskrav, samt göra en bedömning av hur dessa kan utvecklas över tiden. Banken anser det viktigt att göra egna bedömningar av

drift- och underhållskostnader då vissa (i första hand privata) fastighetsägare tenderar att lägga mer eller mindre resurser på detta än nödvändigt, vilket kan leda till felaktiga värderingar av fastigheten. SEB gör alltid en egen betalkalkyl där viktiga parametrar åsätts standardvärden.

Sammantaget leder dessa beslutsunderlag till att SEB minskar risken för att göra felaktiga kreditgivningsbeslut.

4.7.2 Risker förknippade med låntagaren

Förutom att bedöma objektet bedömer SEB även låntagaren. Tillsammans leder detta till att SEB kan göra en samlad bedömning av låntagarens återbetalningsförmåga. För att förenkla denna bedömning har SEB skapat ett ramverk för hur de vill att låntagarens återbetalningsförmåga ska se ut.

SEB beaktar fastighetsbolagets hela fastighetsportfölj, för att försäkra sig om att bolaget inte bara har fastigheter i mindre attraktiva områden. Om fastighetsbolagets portfölj består av många attraktiva fastigheter, anser SEB att det är mindre riskfyllt att bistå med kapital. SEB går ofta inte in och styckbelånar dåliga lägen, utan vill ha en portföljeffekt och ser därför helst att låntagaren belånar flera fastigheter.

Det är stabiliteten i låntagarens kassaflöde som avgör hur stor del av fastighetens värde som låntagaren kan belåna. Har fastighetsbolaget ett mycket stabilt kassaflöde så kan SEB låna ut i högre grad. Att låna ut till 70 % av fastighetens värde är en tumregel för SEB, men olika förutsättningar kan göra att denna gräns både kan över- och understigas. De stora kända fastighetsbolagen har exempelvis aldrig några större problem med att få en högre grad av finansiering, eftersom de har stora fastighetsbestånd som säkerhet samt att dessa bolag har stabila kassaflöden.

När det gäller större fastighetsägare anser SEB att de är en fördel om dessa använder sig av flera banker. SEB anser det vara rimligt att vara ensam långgivare för lån upp till 200 miljoner kronor. Detta minskar risken för stora kreditförluster vid eventuella problem i de större bolagen. När det gäller de kommunala bostadsbolagen, som ofta har lån på över en miljard kronor, är därför SEB aldrig ensam långgivare.

SEB:s låntagarbedömning består inte enbart av ekonomiska termer utan även personliga motiv kontrolleras. För nya fastighetsföretag bedömer SEB inte bara kassaflödet utan även företagsledarens tidigare erfarenhet i branschen, samt undersöker dennes ambition med företaget. Varför köper företaget fastigheten och vad ska den användas till? Riskprofilen hos låntagaren är viktig vid bedömningen. Är låntagaren beredd att ta hög risk för att få en hög avkastning? Ju mer riskbenägen låntagaren är desto större risk innebär det för banken. Dessa frågor anser SEB vara viktiga att ställa för att bedöma låntagarens återbetalningsförmåga och därigenom minska risken för felaktiga kreditgivningsbeslut. Svaren på frågorna får SEB genom personliga möten med nya låntagare samt hur denne har agerat historiskt. SEB anser det är av stor vikt att knyta långsiktiga relationer med sina kunder. Om lån godkänns är de ofta kopplade till ägarklausuler, vilket innebär att lånet inte får överföras till någon annan utan bankens medgivande. Förutom att bedöma låntagaren, undersöker SEB vilken verksamhet och bransch som skall vara hyresgäst i fastigheten, samt de underliggande hyreskontrakten.

SEB ser inte samma risker i ett kommunägt bolag eftersom säkerheten oftast består av kommunal borgen, och en kommun kan enligt lagen inte gå i konkurs i och med sin beskattningsrätt.

SEB anser att en vikande fastighetsmarknad där fastigheternas värde tenderar att urholkas inte har någon större betydelse för befintliga lån, så länge låntagaren betalar ränta och amortering. Enligt en av respondenterna har SEB inte krävt in något lån på grund av bristande säkerhet. Har banken avtalat en viss amorteringstid ska detta hållas. Endast om banken vid avtalets ingång avtalat om att lånet aldrig får överstiga en viss procent av fastighetens marknadsvärde så kan amorteringstiden krävas att ändras.

4.7.3 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

SEB jobbar med i princip samma driftnettokalkyler idag som under 80-talet. Det som skiljer sig är att under 80-talet bedömdes fastigheters belåningsvärde inom ett visst område efter den senast uthyrda fastighetens hyresintäkter. Det var inte ovanligt att återbetalningsförmågan grundades på framtida hyreshöjningar. När dessa uteblev fick låntagaren problem med att fullfölja sina låneförpliktelser. Hyresnivåerna steg snabbare än ekonomin i övrigt, vilket inte är hållbart på lång sikt. Idag utgår banken från att befintligt kassaflöde skall kunna försörja krediterna och banken diskonterar inte framtida hyreshöjningar om de inte är kontrakterade.

En risk som SEB ser är att fler och fler banker ökar belåningsgraderna för att ta hem affärer, framför allt utländska banker. I dessa situationer väljer hellre SEB att avstå från utlåning, vilket innebär att SEB idag säger nej till fler affärer än de gjort tidigare.

Så länge fastighetskrisen är färsk i minnet tror SEB inte att en ny fastighetskris kommer att uppstå. SEB tror att det krävs ett fullständigt generationsskifte i bankvärlden för att fastighetskrisen ska glömmas, vilket innebär minst 50 år framåt i tiden räknat från början av 90-talet. Vidare anser SEB att dagens stigande fastighetspriser kan leda till förluster i banksektorn, men att storleken på dessa kommer att vara måttliga och inte i närheten av de förluster fastighetskrisen resulterade i.

4.7.4 Viktigaste riskerna

De viktigaste riskerna som SEB tar hänsyn till vid kreditgivning till ett fastighetsbolag, är risken för att bolaget inte får in ett tillräckligt stort kassaflöde, vilket i regel är ett resultat av att bolaget dras med höga vakanser. Eftersom vakansrisken är olika beroende av fastighetens läge, så är fastighetens läge en av de viktigaste parametrarna som SEB beaktar vid ett kreditgivningsbeslut. En annan riskbedömning som SEB anser är av yttersta vikt är att undersöka hur väl insatt låntagaren är i ränterisker och hur bra dennes förmåga är att hantera en stigande ränta. Det är viktigt att låntagaren har en strategi för hur de skall hantera en stigande ränta och SEB beaktar därmed hur låntagarens återbetalningsförmåga ser ut på lång sikt.

5. Analys

I det här kapitlet presenteras våra analyser och tolkningar från de empiriska resultaten. Vår avsikt är att sammanbinda uppsatsens referensram med de resultat vi erhållit från intervjuerna, samt att diskutera och analysera företagens skillnader och likheter. Analyskapitlet utger sedan ett underlag och grund för studiens senare slutsatser.

5.1 Analys av fastighetsbolagen

I detta avsnitt sammanbinds teorierna om riskhantering med de empiriska resultaten. Avsikten är att analysera hur riskernas sannolikhet och effekt kan påverka företagets val av riskhanteringsmetod. Vidare illustreras vilka riskområden som är hänförliga till respektive metod. Slutligen presenteras de väsentligaste likheterna och skillnaderna kring hur fastighetsbolagen har agerat till följd av de stigande fastighetspriserna.

5.1.1 Undvika risken

I teorin förespråkas att risker som har en hög sannolikhet för inträffande och som medför en stor effekt bör undvikas. I fastighetsbranschen finns möjligheten att undvika somliga risker genom att avstå från att köpa vissa typer av fastigheter. Vid fastighetsförvaltningen kan risker undvikas genom ett selektivt urval av hyresgäster, och genom att undvika branscher som generellt kännetecknas som riskfyllda. Även specifika verksamheter som medför risker i såväl förvaltarens affärsverksamhet som fysiska risker gentemot fastigheten, kan undvikas genom urval av hyresgäster.

Både Stena Fastigheter och Tommy har uttalat en strategi att undvika områden där en enskild arbetsgivare är dominerande och där risken för vakanser är stor om arbetsgivaren lägger ner verksamheten, eller där näringslivet generellt är mera ostadigt. Tommy undviker också att investera i områden där han har sämre lokalkännedom. Balder däremot har ingen sådan uttalad strategi, utan gör en områdesanalys vid varje nyinvestering. Vidare gör Tommy ett selektivt urval av sina hyresgästers verksamhet, då han sedan tidigare haft dåliga erfarenheter av vissa branscher som han nu undviker.

Likheter som återfinns mellan Balder och Stena Fastigheter är att de båda undviker att ha kommersiella fastigheter med specifika användningsområden, för att lättare kunna hitta nya hyresgäster vid utflyttning. Stena Fastigheter har valt att avyttra sina logistikfastigheter då det är svårt att finna lämpliga hyresgäster, och därmed stor risk för långvarig vakans om någon flyttar. De anser sig inte ha någon gedigen erfarenhet kring lokaler och bedömer bostäder vara en säkrare investering, vilket gör att de undviker kommersiella fastigheter.

Det som kan urskönjas är att de risker som fastighetsbolagen undviker kan hänföras till affärs- och lägesrisker, med den gemensamma nämnaren att de syftar till att undvika vakanser. Eftersom den fastighetsförvaltande verksamhetens huvudsyfte är att äga och förvalta fastigheter, där hyresintäkter är en primär inkomstkälla så är det omöjligt att helt undvika vakansrisken. Denna risk kan därför ses som fundamental och fastighetsbolagen undviker därför vissa typer av fastigheter för att behålla verksamhetens fokus. Även bankerna poängterar att vakanser innebär en risk med stor effekt. Huruvida sannolikheten för vakanser är hög framgår av fastighetens läge, varför både förvaltare och banker i flera fall undviker fastigheter i mindre attraktiva lägen.

5.1.2 Förebygga risken

Teorin rekommenderar att risker som har en hög sannolikhet och liten effekt bör förebyggas. Åtgärder inom fastighetsbranschen för att förebygga sannolikheten av exempelvis en vattenläcka, är att göra stambyten i god tid innan läckan uppstår. Gällande fastighetsskatten så är det inte möjligt att minska sannolikheten för att den höjs, men den kortsiktiga effekten kan dämpas genom att exempelvis göra avsättningar för framtida höjningar.

Samtliga fyra fastighetsbolag som intervjuats försöker minska sannolikheten för ökade vakanser genom att bygga upp långsiktiga relationer med sina hyresgäster och försöka ”växa” tillsammans med hyresgästen.

Både Stena Fastigheter och Poseidon arbetar aktivt med att få ”rätt” sammansättning av hyresgäster i sina fastigheter för att skapa en samhörighet mellan hyresgästerna och förvaltaren. Poseidon skickar även ut enkäter till hyresgästerna för utvärdering av deras trivsel, och försöker på så sätt minska sannolikheten för att överraskat missnöje och vakans ska uppstå. Stena Fastigheter dämpar effekten av en vakans genom att ha ett effektivt Internetbaserat uthyrningssystem där de lägger ut lägenheterna för att snarast få dem uthyrda. Poseidon liksom Stena Fastigheter satsar båda stora pengar på närmiljön och den sociala miljön, vilket gjort att tidigare oattraktiva områden nu blivit väldigt populära. Detta är något som Balder inte anser sig ha möjlighet att göra i nuläget, och inte heller Tommy bedriver sin verksamhet på detta sätt. De två senare försöker ha långa hyreskontrakt för att minska sannolikheten för ökade vakanser och enklare kunna uppskatta framtida intäkter. Ytterligare tillvägagångssätt som Balder använder är att de gärna har flera hyresgäster i en fastighet, där kontrakten normalt löper ut vid olika tillfällen.

Flera av fastighetsbolagen gör förebyggande åtgärder för att minska sin finansiella riskexponering. Tommy använder exempelvis en stor del av sitt årliga ekonomiska överskott till att amortera sina lån, för att förebygga kreditrisken om marknaden skulle vika. Poseidon som har stora lån använder sig av ett sofistikerat värderingsverktyg baserat på nuvärdesberäkningar, och har därmed lyckats skapa sig högsta kreditrating, vilket givit dem förmånligare räntevillkor. Genom att låna pengar av kreditgivare med hög rating minskar Poseidon sin riskexponering gentemot banken. De förebygger också sin finansiella riskexponering genom att alltid ha vissa fastigheter obelånade.

För att förebygga risken för stigande driftkostnader har Poseidon installerat datoriserat värme- och ventilationssystemen för att snabbt identifiera ökad förbrukning. De gör också simuleringar på hur höjd fastighetsskatt skulle kunna påverka verksamheten, för att veta vad de klarar av.

Samtliga fyra fastighetsbolag använder sig av ett flertal olika banker för att finansiera sin verksamhet. På så sätt anser de sig minska kreditrisken för bankerna, samtidigt som bolagen skyddar sig mot att en enskild bank får dominerande inflytande över verksamheten. Inget av fastighetsbolagen har någon uttalad diversifieringsstrategi, där de genom *portföljvalsteori* investerar i olika typer av fastigheter eller i olika områden. Istället har de valt att hålla sig till sina kärnområden och utveckla dessa där de finner sin spetskompetens. Det kan däremot urskönjas att bankerna ser fastighetsbolagens fastighetsbestånd som en portfölj, där innehav av fastigheter i attraktiva lägen och med stabila kassaflöden kan kompensera risken med att ha fastigheter i mindre attraktiva lägen och med sämre kassaflöden.

Förebyggande åtgärder kan hänföras till samtliga riskområden i fastighetsbolagen. Inom affärsriskerna återfinns vakansrisken, där fastighetsbolagen med hjälp av olika åtgärder både minskar sannolikheten och dämpar effekterna av vakanser. Eftersom det i tidigare avsnitt konstaterats att vakanser inte helt går att undvika samtidigt som de innebär en stor effekt vid inträffande, kan det nu konstateras att flera förebyggande åtgärder istället måste användas.

Huruvida sannolikheten är hög samtidigt som en eventuell effekt är liten för de risker som förvaltarna valt att förebygga, är svårt att uttala sig om. Vad som kan urskönjas är att förebyggande åtgärder kan innefatta både abstrakta åtgärder, som att vara tillmötesgående och anpassningsbar gentemot hyresgästen, till mer konkreta åtgärder som exempelvis ekonomiska buffertar och identifiering av kostnadsdrivande faktorer.

5.1.3 Transferera risken

Transferering av risken bör enligt teorin användas då sannolikheten är låg men effekten stor. Transferering genom hedgning kan appliceras på fastighetsmarknaden och användas bland annat för att reducera den ränterisk som är förknippad med lån i fastigheter. Även olika typer av försäkringar är vanligt förekommande inom branschen. Transferering kan också ske genom att hyresgästen får ta ansvar för vissa risker, som fastighetsbolagen annars skulle exponeras för.

Stena Fastigheter är det enda av de fyra fastighetsbolagen som har merparten av sina lån bundna. På så sätt har de hedgat sig mot eventuellt stigande räntor, men är samtidigt mer begränsade i sin handlingsfrihet än de övriga bolagen. Poseidon däremot hedgar sig istället främst genom användande av olika derivatinstrument i motsvarande volym som lånen, för att på så sätt skydda sig mot räntehöjningar. Vilket som är korrekt eller mest fördelaktigt är omöjligt att fastställa i dagsläget och får därför utvärderas i framtiden.

Den del av Stena Fastigheters lån som de valt att ha rörliga, är försäkrade genom att bolaget köpt ett räntetak. På så sätt kan de bättre förutse sina maximala räntekostnader och samtidigt spara pengar så länge räntan befinner sig under taket. Även Balder försäkrar sig genom att köpa räntetak. Stena Fastigheter har också försäkrat sig genom att betala en premie till bankerna för att säkerställa tillgången på kapital, och i förhand veta sina lånevillkor. Nyttan av den ökade handlingsfriheten anser Stena Fastigheter överstiga kostnaden för premien. Likheter finns med Poseidon som har snarlika upplägg med bankerna då de upptagit syndikerade banklån. Balder är positiva till motsvarande upplägg med bankerna, men anser sig inte ha den möjligheten i dagsläget.

Alla fyra bolagen förutom Poseidon har uttalat att de transfererat viss riskexponering till hyresgästen. Stena Fastigheter har exempelvis installerat individuella el- och varmvattenmätare hos hyresgästerna för att transferera risken för stigande energipriser.

Balder, Stena Fastigheter och Tommy debiterar ut fastighetsskatten för sina kommersiella fastigheter på hyresgästerna, vilket gör att de minskar sin riskexponering för höjd fastighetsskatt. Tommy gör även en friskrivningsklausul för myndighetsbeslut som gör att risken för sådana överförs på hyresgästen. Även driftkostnaderna för kommersiella fastigheter debiterar Tommy och Balder ut på hyresgästen. Detta är dock inte möjligt för Balder och Poseidon att göra i sitt bostadsbestånd.

Tommy är också den enda som inte ser några problem med att ha fastigheter med specifika användningsområden, eftersom han låter hyresgästen bekosta anpassningen genom höjda hyror under den befintliga kontraktperioden.

Traditionell transferering såsom hedning och försäkring används huvudsakligen av fastighetsbolagen för att skydda sig mot de finansiella riskerna. Anledningen till detta kan dels vara att flera av fastighetsbolagen ser de finansiella riskerna som de viktigaste, samtidigt som de inte har möjligheten att undvika dem. För flera av bolagen skulle en räntehöjning innebära väldigt stora kostnader och utan försäkring eller annat skydd mot detta skulle verksamheten vara allt för riskabel. Transferering i detta fall innebär att effekten av en räntehöjning minskar avsevärt.

Huvudsakligen är det driftkostnader inom de fysiska riskerna som transfereras till hyresgästen, men även institutionella risker såsom fastighetsskatt transfereras i vissa fall till hyresgästen. Det kan urskiljas att det framförallt är i de kommersiella fastigheterna som risker transfereras. När det gäller bostadsfastigheter finns inte samma möjlighet att transferera dessa risker.

Tre av fastighetsbolagen angav de finansiella riskerna som det viktigaste riskområdet och ett av bolagen angav den fysiska risken i form av driftkostnader som det viktigaste. Detta antyder att dessa risker innebär en stor effekt för fastighetsbolagen, varför en transferering är lämplig i de fall då risken inte går att undvika. Om sannolikheten är hög eller låg beträffande dessa risker är svårt att uttala sig om, men mycket tyder på att både räntekostnader och driftkostnader är på väg att öka.

5.1.4 Ignorera risken

En risk med låg sannolikhet och med liten effekt bör enligt teorin ignoreras. I fastighetsbranschen finns alltid risker i förvaltarnas verksamhet som de medvetet eller omedvetet valt att ignorera. De flest aktörer bör exempelvis ha identifierat risken för räntehöjningar, men ändå valt att antingen ignorera den eller att vidta åtgärder för att möta den. Andra risker, såsom dolda fel i fastigheter, ignoreras omedvetet då förvaltaren inte har kännedom om felen.

Tommy är den enda av de fyra fastighetsbolagen som medvetet valt att ignorera risken för stigande räntor. Han har i dagsläget hela sin lånestock rörlig, och motiverar detta med att det har varit det mest fördelaktiga för honom historiskt sett. Han är medveten om sin riskexponering för stigande räntenivåer, men anser sig ändå klara betydande räntehöjningar. Tommy ignorerar medvetet även risken för ökade underhållskostnader. Han gör inga avsättningar för dessa utan tar kostnaderna när de uppstår. Stena Fastigheter ignorerar likaså vissa risker i den löpande förvaltningen. Deras driftkostnader ökar i snabbare takt än hyresintäkterna, vilket medför att driftnettot sjunker.

Tommy anser även att sannolikheten för vakanser är låg och arbetar därför inte aktivt för att möta vakansrisken, vilket kan likställas med att ignorera risken.

Fastighetsbolagen ignorerar risker från samtliga riskområden. Anledningarna till detta kan vara att det inte finns någon lämplig åtgärd för att minska risken, eller att kostnaden för att minska riskexponeringen är större än den nytta som en minskad riskexponering medför. Vanliga risker som ignoreras är kostnader för allmänt underhåll och fel i tekniska installationer. Dessa kostnader belastar istället resultatet då de uppkommer.

5.1.5 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

Både likheter och skillnader kan identifieras mellan fastighetsbolagen när de gäller förändringar på grund av stigande fastighetspriser.

Stena Fastigheter har inte förändrat sin riskhantering explicit, men anser sig idag inte kunna köpa några fastigheter som motsvarar företagets avkastningskrav. Detta trots att de har tvingats justera ner sina avkastningskrav de senaste åren. Även Balder anser det svårt att göra nyinvesteringar med tillfredsställande avkastning som marknaden ser ut idag. Balder anser heller inte att deras riskhantering har förändrats men att de stigande priserna har hindrat Balder från att växa i den takt företaget skulle önska. Det kan urskönjas att dessa fastighetsbolag idag undviker fler fastigheter än de tidigare gjort, vilket kan anses vara ett sätt att hantera den risk som är förknippad med de stigande fastighetspriserna.

Poseidon är ensam av fastighetsbolagen om att påstå sig oberörda av de stigande fastighetspriserna. De anser varken att riskhanteringen eller att avkastningskraven förändrats. Då företaget inte har någon aktiv förvärvsstrategi, kan de antas vara marginellt påverkade¹³¹ av de stigande fastighetspriserna och har därmed möjligheten att medvetet ignorera denna risk.

Till skillnad från de övriga bolagen medger Tommy att hans riskhantering förändrats över tiden. Sedan fastighetskrisen i början av 90-talet lägger Tommy stora delar av sitt ekonomiska överskott till att amortera sina lån för att förebygga kreditrisken om marknaden åter skulle vika, vilket han inte gjorde tidigare.

Respondenterna i de fyra fastighetsbolagen har delade åsikter om huruvida situationen på fastighetsmarknaden idag kan liknas vid den som rådde i slutet av 80-talet. Thomas Andersson på Stena Fastigheter anser att det idag finns klara likheter med 80-talet gällande det bristande fokus på direktavkastningen. Ulf Johansson på Balder och Tommy Sjöberg ser däremot betydande skillnader. Ulf hävdar att fastigheterna idag genererar en positiv direktavkastning som överstiger marknadsräntan, vilket han inte anser att de gjorde under 80-talet. Både Tommy och Ulf påpekar att det är väsentliga skillnader i de makroekonomiska förutsättningarna. Exempelvis tror ingen av dem att det finns belägg för att räntan skulle nå den nivå som rådde i början av 90-talet.

5.1.6 Viktigaste riskerna

Analysen av de viktigaste riskerna visar att tolkningen av frågan om vad som utgör den viktigaste risken för respektive fastighetsbolag, kan ha skiljt sig mellan de olika respondenterna. Svaren tyder på att vissa av respondenterna tolkar frågan utefter vad som utgör den mest väsentliga risken i dagsläget, medan andra tolkar frågan utefter vilken risk som kan innebära den största resultatpåverkan hos företaget. Exempelvis ser Poseidon vakansrisken som den viktigaste risken, trots att sannolikheten för ökade vakanser hos Poseidon för tillfället visat sig vara minimal. Däremot skulle en ökad vakans hos Poseidon innebära en mycket stor effekt på resultatet. Trots detta har studien visat att det finns gemensamma drag mellan bolagen. Förändringar i konjunkturen påverkar samtliga fastighetsbolag, men på olika sätt. Det som framförallt oroar fastighetsbolagen vid konjunktursvängningar är stigande ränte- och driftkostnader, samt en ökad vakansgrad. Det kan konstateras att samtliga av dessa risker innebär en stor effekt för fastighetsbolagen, men att sannolikheten för ett inträffande kan vara både hög och låg.

¹³¹ Marginellt påverkade innebär att effekten av de stigande fastighetspriserna är relativt liten för Poseidon.

5.2 Analys av bankerna

Detta avsnitt har för avsikt att urskilja de viktigaste riskfaktorerna som bankerna tar ställning till vid kreditgivningsbeslut. Vidare kommer avsnittet att belysa eventuella skillnader och likheter mellan de två bankerna. För att göra analysen tydlig för läsaren följer upplägget den struktur som använts för bankerna i empirikapitlet.

5.2.1 Risker förknippade med fastigheten

Båda bankerna ser väsentliga skillnader i kreditgivning till bostadsfastigheter respektive kommersiella fastigheter. Bostäder anses vara betydligt tryggare då uthyrningsgraden generellt är väldigt hög, under förutsättning att läget är attraktivt. Vid finansiering till kommersiella fastigheter ställer båda bankerna högre krav då vakansrisken är högre och verksamheten mer konjunkturkänslig.

Bankerna anser också att fastighetens läge långsiktigt är helt avgörande för att kunna generera ett positivt driftnetto. Handelsbanken anser att fastighetens skick är av mindre betydelse så länge läget är bra, då detta styr uthyrningsgraden. För att kunna uppskatta framtida uthyrningsgrad tittar SEB noga på huruvida fastigheten har alternativa användningsområden, så att inte fastigheten blir låst vid en specifik hyresgäst. Därför ställer SEB högre krav på finansiering till specialutformade fastigheter då deras kreditrisk ökar.

Gemensamt för bankerna är att de inte enbart tittar på den enskilda fastighetens vakansrisk utan beaktar den totala vakansrisken i bolagets fastighetsportfölj. SEB lånar ut pengar till fastigheter med något högre vakansrisk under förutsättning att andra fastigheter i beståndet har låg risk, och därmed uppnå en portföljeffekt. Här kan kopplingar göras till CAPM och portföljvalsteorin. Bostadsfastigheter i centrala delar av storstäder anses ofta som närmast riskfria, vilket ger dem ett betavärde närmare noll. Industrifastigheter i ytterområden däremot är avsevärt mer riskfyllda och torde ha ett betavärde som överstiger marknadsportföljens betavärde, det vill säga över ett. Detta gör att portföljsammansättningen neutraliseras med en blandning av dessa typer av tillgångar, och förklarar bankens resonemang kring kreditgivning till mindre säkra investeringar.

Vid kreditgivning använder sig Handelsbanken liksom SEB av interna värderingsmän och specialister för att räkna fram ett rimligt driftnetto för att på så sätt uppskatta fastighetens nuvärde. SEB anlitar också externa värderingsinstitut för att skapa sig en heltäckande bild. Handelsbanken däremot bedömer sig inte ha någon nytta av externa värderare då de anser att dessa generellt endast gör numeriska kalkyler utan att besiktiga fastigheten. De anser också att de externa värderingsmännen saknar erforderlig lokal kännedom för att kunna bedöma ett korrekt värde på fastigheten. En ytterligare skillnad som framkom vid intervjuerna var att SEB även fokuserar på fastighetens markvärde utan hänsyn till byggnaden. Detta i och med att markvärdet i somliga fall utgör merparten av fastighetens värde.

För att skapa sig en säkerhetsmarginal mot en vikande fastighetsmarknad, värderar alltid Handelsbanken fastigheterna något lägre än köpeskillingen. Vid urholkade säkerheter kräver Handelsbanken snabbare amorteringstakt under förutsättning att verksamheten genererar ett positivt kassaflöde. Skulle detta inte vara möjligt försöker de kräva in nya säkerheter i form av fastigheter eller andra tillgångar. SEB däremot anser inte att en vikande fastighetsmarknad och urholkade lån har någon större betydelse så länge låntagaren betalar ränta och amortering. En av respondenterna hos SEB säger att de aldrig krävt in någon fastighet på grund av bristande säkerhet.

Sammanfattningsvis kan sägas att bankernas bedömningar av fastigheten är i mångt och mycket snarlika. Det avgörande är framförallt vakansrisken, speciellt vid utlåning till enskilda fastighetsköp. För att minska vakansrisken är därför fastighetens läge mycket väsentligt.

5.2.2 Risker förknippade med låntagaren

Handelsbanken och SEB ser låntagarens återbetalningsförmåga som det mest centrala och granskar därför noga till vem och till vad de lånar ut pengar. Låntagarens återbetalningsförmåga spelar således en mycket stor roll idag, jämfört med under 80-talet. SEB fokuserar mycket på låntagaren och tittar på dennes motiv med fastigheten, vilken erfarenhet låntagaren har och bedömning av dennes förmåga att göra affärer. SEB ser även till tredje part, det vill säga vem låntagarens hyresgäst är och vilken verksamhet denna bedriver.

SEB säger att det är stabiliteten i kassaflödet som avgör hur mycket fastighetsbolaget får låna, men tumregeln är att låna ut till 70 % av fastighetens värde, vilket ligger nära Handelsbankens, vars tumregel för utlåning är 75 %.

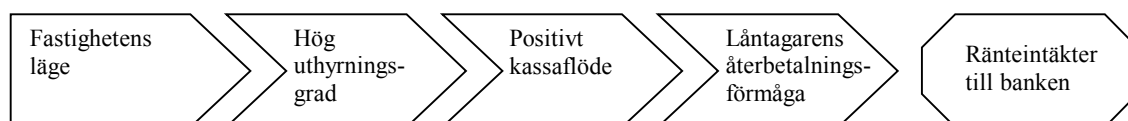
Handelsbanken är emot att låntagaren bolagiserar sina fastigheter då finansieringen blir mer objektorienterad samt att bankens säkerheter försämras. De ser hellre belåning av ett helt fastighetsbestånd då kreditrisken minskar om säkerheterna urholkas. SEB däremot ser inga problem i att låntagaren bolagiserar sina fastigheter, då de anser sig medvetna om låntagarens motiv till detta. Däremot vill SEB inte styckbelåna fastigheter i dåliga lägen, utan ser då hellre att låntagaren upptar ett lån med flera fastigheter som säkerhet för att uppnå en portföljeffekt.

5.2.3 Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

SEB och Handelsbanken ser risken för att bankerna i dagsläget utmanar varandra genom att belåna en högre andel av fastigheternas värde, då konkurrensen på kapitalmarknaden hårdnat. Stora skillnader går dock att urskönja huruvida de båda bankerna anser att deras arbetssätt förändrats sedan fastighetskraschen i början av 90-talet. Handelsbanken tillstår att de på den tiden inte fokuserade på fastigheternas kassaflöden, utan på marknadsvärden, vilket SEB helt dementerar. SEB påstår sig i stort sett arbeta på samma sätt idag som på den tiden. Vad de båda bankerna dock är överens om är att de inte ser någon risk för att dagens fastighetsmarknad skulle gå samma öde tillmötes som på 90-talet.

5.2.4 Viktigaste riskerna

I figuren nedan har en sammanställning av bankanalysen gjorts för att tydligt illustrera vilka bedömningar bankerna gör vid finansiering av fastigheter. Ett attraktivt läge för fastigheten är av avgörande betydelse för att låntagaren ska ha möjlighet att skaffa sig hyresgäster. En hög uthyrningsgrad lägger grunden för ett positivt kassaflöde från fastigheten vilket stärker låntagarens återbetalningsförmåga. Dessa bakomliggande faktorer bidrar till att låntagaren har möjlighet att betala ränta och amorteringar, vilket är det absolut viktigaste för bankerna.



Figur 2. Bankernas beslutsunderlag vid finansiering av förvaltningsfastigheter. (Figur i egen bearbetning)

6. Slutsats

I det här kapitlet förs en diskussion kring de slutsatser vi kommit fram till genom vår analys, men även övriga reflektioner skildras här. Därutöver ges det rekommendationer och förslag till vidare forskning.

Fastighetsbolagen

Studien har visat att den viktigaste riskfaktorn i den fastighetsförvaltande verksamheten är förändringar i *konjunkturen*. Förändringar i konjunkturen påverkar i sin tur *räntor*, *driftkostnader* och *vakansgrad*, vilka har visat sig utgöra de väsentligaste riskerna för de fastighetsförvaltande bolagen. Vidare har vi konstaterat att vissa av dessa risker hanteras på samma sätt av alla fastighetsbolagen, men att de också kan mötas på olika sätt. Vad som ligger till grund för att välja det ena eller det andra sättet kan härledas till ett flertal faktorer såsom ägarstruktur, bolagets storlek, samt dess typ av fastigheter i beståndet.

I den fastighetsförvaltande verksamheten urskiljer vi att räntan är en risk med hög sannolikhet och stor effekt. Enda sättet att undvika risken för stigande räntor är att inte belåna sina fastigheter. Detta torde dock rimligtvis vara uteslutet för de flesta fastighetsbolag då fastigheter är mycket kapitalkrävande, samtidigt som avkastningen på eget kapital skulle bli allt för låg. Därmed anser vi att ränterisken i de flesta fall är en fundamental risk för fastighetsbolag och därför inte kan undvikas. Praktiken bekräftar teorin då inget av de undersökta bolagen undviker risken för stigande räntor, utan väljer istället andra metoder.

De tre stora fastighetsbolagen har valt att på olika sätt transferera risken för stigande räntor. Gemensamt för dessa bolag är att samtliga försäkrar sig mot stigande räntor genom att köpa räntetak, men användningen av övriga finansiella instrument skiljer sig åt. Vad som förvånar oss är att Stena Fastigheter inte använder sig av derivatinstrument, trots sin stora lånestock. De förklarar detta med bristande kunskap, vilket vi anser märkligt med tanke på bolagets storlek. Inte heller Tommy använder sig av derivatinstrument vilket troligen beror på att hans nytta inte motiverar den tid och kostnad det medför.

Samtliga fyra fastighetsbolag har olika strategier för vad de använder sin årliga vinst till. Tommy använder en stor del av överskottet till att amortera på sina lån, vilket ingen av de andra gör i samma utsträckning. Genom att göra detta istället för att återinvestera i nya fastigheter minskar han sin hävstångseffekt och avkastning på det egna kapitalet, samtidigt som den finansiella riskexponeringen minskar. Detta tror vi kan förklaras av att han, tillsammans med sin hustru, är ensamma ägare till bolaget och vill skapa sig en långsiktig stabil grund för sin framtida privata försörjning. På detta sätt dämpar han också indirekt effekten av en räntehöjning, genom att minska sin lånestock. Detta kan förklara varför han valt att inte transferera ränterisken som de övriga bolagen gjort. Vi anser ändå att det är förvånansvärt att han har alla sina lån rörliga, trots att han identifierat räntan som en av de främsta riskerna i hans verksamhet. Balder däremot, som är börsnoterat, har krav ifrån sina aktieägare att ge en årlig avkastning, och väljer därför inte att amortera i samma takt som Tommy. Genom att direktavkastningen från fastigheterna är låg kan Balder tänkas behöva en hög hävstångseffekt för att generera tillfredställande avkastning till aktieägarna. Den finansiella risken hos Balder blir därför högre. De anser sig förmodligen också kunna förvalta överskottet på ett mer kapitaleffektivt sätt än att amortera sina lån. Överskottet utgör dessutom en grundsten i den fortsatta expansionen. Noteringen på börsen gör också att Balder enklare har möjligheten att söka kapital externt ifrån marknaden än vad exempelvis Tommy

har. Likheter som vi kan urskönja mellan Stena Fastigheter och Poseidon är att de för närvarande istället använder sitt årliga överskott till att förbättra och underhålla sitt befintliga fastighetsbestånd. Detta tror vi kan härledas till att dessa bolag till större delen har bostadsfastigheter, samt att de för tillfället inte aktivt förvärvar nya fastigheter.

Stena Fastigheter är det enda av fastighetsbolagen som inte ser stigande räntor som den främsta risken, vilket kan förklaras av att deras lån är säkrade i tio år framöver. Istället anser de att stigande driftkostnaderna utgör den största risken. Eftersom Stena Fastigheter till större delen har bostadsfastigheter i sin fastighetsportfölj har de begränsade möjligheter att transferera denna risk till hyresgästerna. Här kan vi urskilja betydande skillnader gentemot Balder och Tommy, som till största delen har kommersiella fastigheter och i regel försöker transferera så mycket som möjligt av driftkostnaderna till sina hyresgäster. Detta beror troligtvis på att driftkostnaderna för kommersiella fastigheter kan variera kraftigt beroende på hyresgästen och är således mycket svårare att uppskatta jämfört med bostadsfastigheter. Därmed är den mest praktiska lösningen att transferera dessa kostnader till hyresgästen.

Vakansrisken är en risk som de flesta fastighetsbolagen valt att förebygga och som har visats ha en låg sannolikhet, men en stor effekt. I teorin innebär detta att risken bör transfereras. Hur detta praktiskt skulle gå till är svårt att uttala sig om, men någon form av försäkring mot vakanser skulle innebära att risken transfererades. Då denna form av försäkring inte existerar i dagsläget har vi kunnat se att flera av fastighetsbolagen istället förebygger vakanser genom att aktivt arbeta med att bygga långsiktiga relationer till sina hyresgäster för att knyta dem till sig. Detta gör de dock på olika sätt, vilket vi tror beror på ett flertal faktorer.

Stena Fastigheter och Poseidon arbetar i större utsträckning än Balder och Tommy med närmiljön och den sociala miljön, där de försöker skapa samhörighet mellan sina hyresgäster. Detta kan förklaras av att de båda till största delen har bostadsfastigheter. De har också många fler hyresgäster som de måste måna om för att bibehålla sitt goda rykte. Faktumet att Poseidon är ett kommunalägt bolag tror vi bidrar till deras stora satsning på miljön, då dess uppgift är att utveckla Göteborg. Var tionde person i Göteborg bor i en Poseidonlägenhet, vilket gör att de måste skapa sig ett gott anseende över en bred publik. Vi anser också att människor generellt är mer måna om sin närmiljö där de bor, än vad de är gällande sin arbetsplats. Fastighetsbolagen med bostäder behöver således lägga större resurser på närmiljön än exempelvis Tommy, som enbart har industrifastigheter. Personligen skulle vi själva vara mer angelägna om att exempelvis ha en vacker natur att titta på ifrån sitt hem, medan industrifastigheter främst hyrs för dess funktionalitet.

Bankerna

Att låntagaren *inte kan betala ränta och amortering* utgör den väsentligaste risken för de båda bankerna. Studien av bankerna har visat att denna risk hanteras genom att på flera sätt bedöma både låntagaren och fastigheten, inför ett kreditgivningsbeslut.

I första hand bedömer bankerna låntagaren. En låntagare med stabil ekonomi och som har ett befintligt positivt kassaflöde har lättare att få låna kapital till mer riskfyllda investeringar. Även om fastigheten i sig genererar ett positivt kassaflöde kan bankerna bedöma att den enskilda låntagaren utgör en för stor risk, och därmed avstå från utlåning. Bankerna undviker så långt det går att behöva kräva in säkerheter, och bedömer därför i första hand låntagarens återbetalningsförmåga. Bankerna anser dock att det är viktigt att bedöma fastigheten eftersom den utgör en viktig inkomstkälla till låntagaren, samtidigt som den utgör säkerheten för lånet.

Under studiens gång har vi kunnat urskönja en intressekonflikt mellan bankerna och fastighetsbolagen när det gäller upptagande av nya lån. Fastighetsbolagen föredrar att bolagisera sina fastigheter och tydligt separera lånen för varje fastighet, medan bankerna hellre ser att fastighetsbolagen upptar lån med flera fastigheter som säkerhet. Intressekonflikten kan grundas i att båda parter vill minska sin riskexponering och överföra så mycket som möjligt av risken till den andra parten.

Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

Den låga räntan vi kunnat se de senaste åren har bidragit till att driva upp fastighetspriserna, vilket medfört att fastighetsbolagens möjligheter till nyinvesteringar med tillfredställande direktavkastning minskat kraftigt. Vi tycker oss se ett flertal indikationer i dagsläget som är jämförbara med fastighetsmarknaden i slutet av 1980-talet. Avkastningskraven sjunker allt mer och börjar krypa allt närmre den rådande räntenivån. En förändring i världsekonomin skulle kunna få allt större påverkan på fastighetsmarknaden, vars riskmarginaler sjunkit i takt med de stigande fastighetspriserna.

Stena Fastigheter säger att de i dagsläget står helt utanför marknaden och säger sig inte förstå hur konkurrenter kan räkna hem sina affärer. Detta anser vi delvis bero på den kapital- och ägarstruktur fastighetsbolagen har. Stena Fastigheter som är privatägt, har en långsiktig investeringshorisont som gör att de i högre grad ser på direktavkastningen, och mindre på marknadsvärdet. Anledningen är att de inte har för avsikt att avyttra några fastigheter, utan vars mål är att fastigheterna ska generera ett stabilt årligt tillskott till Stena-sfären. Balders ägarstruktur är annorlunda mot Stena Fastigheters, vilket tydligt skiljer dessa bolag åt. I och med att Balder är börsnoterat måste de kontinuerligt leverera tillfredsställande avkastning till marknaden för att långsiktigt kunna fortsätta sin expansion. Stena Fastigheter däremot har inte samma krav från sina ägare, vilket gör att de på ett annat sätt kan möta förändrade förutsättningar på marknaden. Balder säger sig liksom Stena Fastigheter ha svårt att hitta objekt med avkastning som anses godtagbar, vilket försvårat bolagets önskade expansionstakt. Även Tommy har blivit allt mer försiktig i sin verksamhet, och Poseidon förvärvar inte fastigheter i någon större utsträckning idag. Istället är det utländska investerare som är aktiva på den svenska fastighetsmarknaden. Dessa har troligen en annan portföljsammansättning, vilket vi tror är en förklaring till att de godtar en lägre direktavkastning.

Vi anser liksom bankerna att riskerna på fastighetsmarknaden har ökat i takt med att avkastningskraven sänkts. Tillgången på kapital på marknaden verkar vara oändlig och tillsammans med den ökade konkurrensen på den internationella kreditmarknaden ser vi tendenser till att bankerna utmanar varandra genom att höja sin utlåningsgrad, samtidigt som deras lånekrav sjunker. Detta innebär ett orosmoln för fastighetsmarknaden och vissa paralleller kan dras till finanskrisen i början av 90-talet. Huruvida en ny fastighetskris är på ingång är svårt att uttala sig om, vad vi dock kan konstatera är att både fastighetsbolagen och bankerna idag tar hänsyn till direktavkastningen. Frågan är om aktörerna kan behålla fokus på direktavkastningen, eller om fokus åter flyttas till värdesteplingar om priserna fortsätter stiga.

6.1 Förslag till vidare forskning

Som förslag till vidare forskning anser vi det intressant att se om fastighetsbolagens riskhantering är tillräcklig i de fall förutsättningarna för branschen förändras radikalt, exempelvis genom kraftigt stigande räntor och/eller dramatiskt fallande fastighetspriser, i likhet med början av 90-talet. Hur står sig fastigheter som placering, jämfört med andra placeringsalternativ, i de fall förutsättningarna i fastighetsbranschen förändras? Kan riskhanteringsmetoderna då användas för att behålla fastigheter som en lönsam investering?

7. Källförteckning

Litteratur

Alvesson, M., Sköldbberg, K. (1994) *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, Lund

Arbnor, I., Bjerke, B. (1994) *Företagsekonomisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund

Backman, J. (1998) *Rapporter och uppsatser. Hur man söker, skriver och läser vetenskapliga dokument*, Studentlitteratur, Lund

Bejrums, H., Lundström, S. (1989) *Mest sannolik hyra för lokaler – Principer och metoder*, Sveriges Fastighetsägarförbund, Stockholm

Bejrums, H. (1991) *Livscykeleekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*, Avdelningen för Bygg- och Fastighetsekonomi, Kungliga Tekniska Högskolan, Stockholm

Bejrums, H., Hanson, R., Johnson, B G. (1994) *Livscykeleekonomi för byggnader - förslag till utvecklingsprogram*, Byggeforskningsrådet, Stockholm

Bernhardsson, J. (2002) *Tradingguiden (andra utökade upplagan)*, Fischer & Co, Stockholm

Bodie, Z., Merton, R C. (2000) *Finance*, Prentice Hall, London

Brealey, R., Myers, S C., Marcus, A J. (2001) *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Singapore

Bryman, A., Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber, Malmö

Dorfman, M S. (2002) *Introduction to risk management and insurance*, Prentice Hall, New Jersey

Eriksson, L T., Wiederheim-Paul, F. (2006) *Att utreda, forska och rapportera*, Liber, Malmö

Gallinelli, F. (2004) *What every real estate investor needs to know about cash flow*, McGraw-Hill, New York

Halvorsen, K. (1992) *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund

Jacobsen, D I. (2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund

Jaffee, D M. (1994) *Den svenska fastighetskrisen*, SNS Förlag, Stockholm

Johansson, S-E., Runsten, M. (2005) *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*, Studentlitteratur, Lund.

Kvale, S. (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*, Studentlitteratur, Lund

Lundström, S. (1997) *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*, Avdelningen för Bygg- och Fastighetsekonomi, Kungliga Tekniska Högskolan, Stockholm

McLean, A., Eldred, G W. (2006) *Investing in Real Estate*, Wiley, New Jersey

Merriam, S B. (1994) *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund

Patel, P., Davidson, B. (2003) *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund

Raftery, J. (1994) *Risk analysis in project management*, E & FN SPON, London

Shimpi, P A., et al. (2001) *Intergrating Corporate Risk Management*, Texere, New York

Summey, M., Dawson, R. (2004) *The weekend millionaire's secrets to investing in real estate*, McGraw-Hill, London

Trost, J. (2005) *Kvalitativa intervjuer (tredje upplagan)*, Studentlitteratur, Lund

Uppsatser

Strömngren, C. (1995) *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, Institutionen för byggnadsekonomi och byggnadsorganisation, Chalmers Tekniska Högskola, Göteborg

Rapporter

Hufvudstaden (2006) *Årsredovisning 2005*

Kungsleden (2006) *Årsredovisning 2005*

LMV- Rapport 2004:3 (2005) *Fastighetsvärdering – Grundläggande teori och praktisk värdering*, Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet, Solna och Gävle.

Artiklar

Adler, J. (2006-10-06) *Svenska fastigheter fortsatt heta*, Dagens Industri

Almström, P. (2006) *Fastighetsexistentiella funderingar*, Tidningen Fastighetsnytt nr 5

Andersson, K. (2006-11-23) *[Rubrik saknas]*, Svenska Dagbladet

Ericsson, L., Ersson, J. (2006) *Är vi på väg mot en räntechock?*, Fastighetsvärlden nr 7-8

Froste, C. (2006-04-12) *Tokrusning efter svenska fastigheter*, Affärsvärlden

Kiepels, C. (2006-10-21) *Fastighetsaffärerna slår alla rekord*, Dagens Industri

Nyberg, L. (2006-11-06) *Riksbanken och fastighetsmarknaden*, Sveriges Riksbank

Petersen, L. (2006-10-27) *Jagar riksbanken en bubbla som inte finns?*, Svenska Dagbladet

Rundquist, B. (2006) *Blek marknad för lokaler i Göteborg*, Fastighetsvärlden nr 7-8

Vilenius, M. (2006-10-21) *Glödgheta fastigheter blir ännu hetare*, Dagens Industri

Wolmesjö, L G. (2006-06-29) *Kraftigt höjd ränta är riksbankens vapen mot bostads- och lånebubblor*, Göteborgs-Posten

Intervjupersoner

Thomas Andersson, *Ekonomi- och finanschef*, Stena Fastigheter AB, 2006-11-30

Tommy Sjöberg, *VD*, Tommy Sjöbergs Fastighets AB, 2006-12-01

Ulf Johansson, *Ekonomi- och finanschef*, Fastighets AB Balder, 2006-12-05

Bernt Niklasson, *Kreditchef / Bankdirektör*, Handelsbanken, 2006-12-07

Charlotta Prytz Hedström, *Kundansvarig för SEB Commercial Real Estate*, SEB, 2006-12-14

Maria Roth, *Kundansvarig för CRM Mid Corporate*, SEB, 2006-12-14

Sven Öresjö, *Ställföreträdande divisionskreditchef*, SEB, 2006-12-14

Jessica Kruse, *Ekonomichef*, Bostads AB Poseidon, 2006-12-15

Mats Jones, *Distrikts- och säkerhetschef*, Bostads AB Poseidon, 2006-12-15

Övriga källor

Sveriges Rikes Lag (2006), *Jordabalken*, Nordstedts Juridik, Sverige

Bilaga 1 – Intervjuguide för fastighetsbolag

Namn	Företag
Befattning	Yrkesverksamma år

Övergripande fråga

1. Vilka anser ni vara de viktigaste riskfaktorerna i den fastighetsförvaltande verksamheten?

Affärsrisker

1. Hur uppskattas framtida hyresintäkter och hur hanterar ni osäkerheten kring dessa uppskattningar?
2. Vad ser ni för risker med att ha långa respektive korta hyreskontrakt? Hur beaktas dessa risker?
3. Hur arbetar ni för att hålla nere vakansgraderna? Hur reagerar ni på en plötsligt ökande vakansgrad?
4. Hur beaktar ni hyresgästens betalningsförmåga?
5. Vilka risker ser ni i fastigheter med specifika användningsområden och hur uppskattar ni möjligheten att byta användningsområde?

Finansiella risker

1. Hur känsliga är ni för ränteförändringar och hur hanterar ni ränteriskerna?
2. Hur säkerställer ni tillgång på kapital? Både vad gäller nyinvesteringar och oväntade utgifter, såsom påtvingad reovering/sanering.

Lägesrisker

1. Hur hanterar ni lägesosäkerhet?
2. Anser ni att ni har möjlighet att minska lägesosäkerheten och i så fall på vilket sätt?

Fysiska risker

1. Hur hanterar ni framtida kostnader avseende:
 - a. Högre driftkostnader.
 - b. Högre kostnader för allmänt underhåll (fasad, fönster och takbyten).
 - c. Fel i tekniska installationer (exempelvis ventilationsanläggning).

Institutionella risker

1. Hur beaktar ni de institutionella riskerna avseende:
 - a. Fastighetsskatt och liknande avgifter.
 - b. Politisk osäkerhet så som regler för bygglov och ombyggnad.
 - c. Legal osäkerhet så som arbetsmiljölagstiftning etc.

Förändringar på grund av stigande fastighetspriser

1. Har riskhanteringen påverkats av de stigande fastighetspriserna?
 - a. Har eventuella schablontabeller avseende inkomster och utgifter ändrats?
 - b. Har det skett förändringar i direktavkastningskraven?

Bilaga 2 – Intervjuguide för banker

Namn	Företag
Befattning	Yrkesverksamma år

Riskhantering vid finansiering av fastigheter

1. Vilka är de primära faktorerna för att bedöma låntagarens återbetalningsförmåga?
2. Hur skiljer sig bedömningarna vid kreditgivning för en kommersiell bostadsfastighet gentemot en kommersiell fastighetslokal?
3. Hur påverkar fastighetens läge kreditgivningsbesluten?
4. Hur skiljer sig riskbedömningarna vid kreditgivning till befintliga respektive nya kunder?
5. Hur bedömer ni trovärdigheten i låntagarens uppskattade driftnettokalkyl?
6. Hur agerar ni då säkerheterna tenderar att urholkas, vid exempelvis en vikande fastighetsmarknad?
7. Har hanteringen av riskerna vid en fastighetsinvestering förändrats med hänsyn till de kraftigt stigande fastighetspriser vi kunnat se de senaste åren vid era kreditgivningsbeslut? Finns det några dokument som styrker utvecklingen av riskhanteringen?