

# Prisstrategi och konkurrenskraft

Redovisning vid medlemssamråd 2018

2018-01-10



## Innehållsförteckning

1	Inledning.....	1
2	Verksamhetsidé och vision.....	1
2.1	Grundidé.....	1
2.2	Hur har bolaget lyckats i sitt uppdrag?.....	1
3	Förutsättningar för Kommuninvests konkurrenskraft .....	2
3.1	Marknadsförutsättningar och bolagets upplåningskostnad .....	2
3.2	Den svenska obligationsmarknaden .....	3
3.2.1	Konkurrensen från kommunernas egna marknadsprogram.....	4
3.2.2	Vem finansierar den kommunala sektorn.....	6
3.3	Regelverk för att minska/kontrollera riskerna i systemet.....	7
3.4	IFRS och dess implikation på bolagets konkurrenskraft.....	8
4	Dagens prissättning .....	9
4.1	Modell för kostnadstäckning .....	9
4.2	Principer för prissättning mot kund.....	10
4.3	Vad innebär dagens prissättning för kundens beslutssituation?.....	10
5	Potentiella åtgärder för att genom prissättning nå ökad konkurrenskraft .....	11
5.1	Prisdifferentiering som metod för ökad konkurrenskraft .....	11
5.2	Minskad kostnadstäckning som metod för ökad konkurrenskraft .....	12
6	Effektivitet.....	13
6.1	'Extern effektivitet' .....	13
6.2	Intern effektivitet.....	14
6.3	Förutsättningar för och konsekvenser av Kommuninvests effektiviseringar.....	14
7	Slutsatser .....	14

# 1 Inledning

Vid Kommuninvests stämma 2017-04-20 fastställdes i ägardirektivet att:

*Bolaget ska under 2017 utreda och inom ramen för utredningen pröva om det finns ett behov av ökad prisdifferentiering och vilka effekter som då kan uppkomma.*

Primärt syftar denna promemoria till att belysa frågeställningar i detta uppdrag samt att redogöra för det arbete som under året har bedrivits i verksamheten i relation till uppdraget. För att kunna besvara frågan om prisdifferentiering på ett tillfredsställande sätt tar promemorian ett vidare grepp där bolagets prisstrategi i sin helhet diskuteras. Vidare sätts prisfrågan i relation till verksamhetens effektivitet och arbetet för att ständigt öka denna.

## 2 Verksamhetsidé och vision

### 2.1 Grundidé

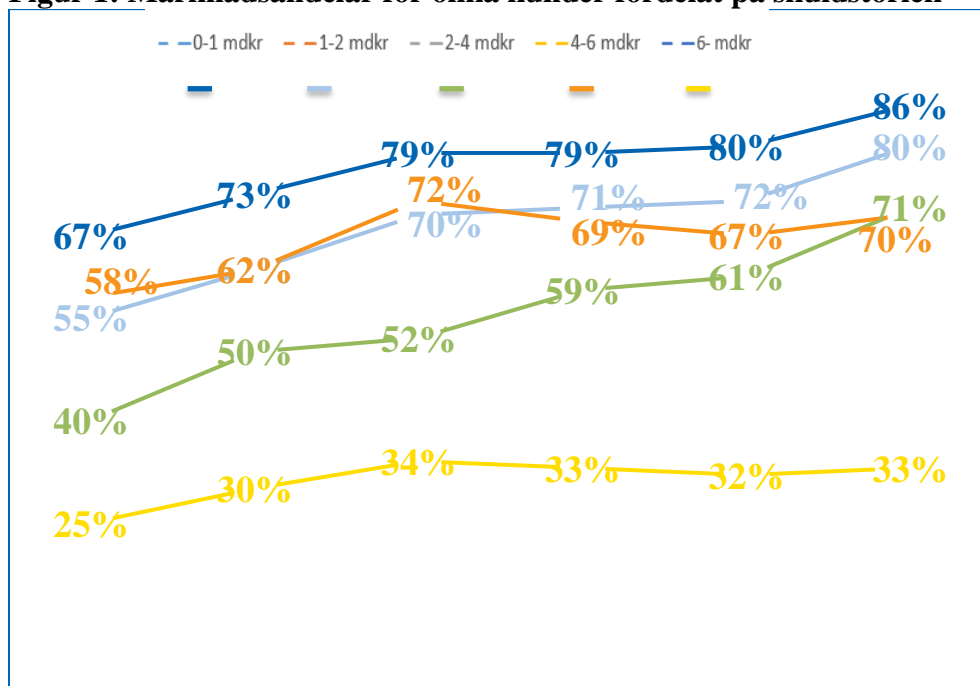
Kommuninvest är en medlemsorganisation som vilar på grundtankar som demokrati, insyn, samarbete, sammanhållning och medlemsnytta. Starkt rotat i organisationen är begrepp som 'likabehandling' och verksamheten vilar ytterst på principen 'en medlem en röst'.

Kommuninvests kärnverksamhet är dess utlåningsverksamhet. I Kommuninvest Ekonomisk Förenings stadgar framgår att Kommuninvests uppdrag är att erbjuda *alla* sina medlemmar bästa möjliga villkor för deras upplåning.

### 2.2 Hur har bolaget lyckats i sitt uppdrag?

I Figur 1 presenteras utsträckning till vilken medlemmarna med olika storlek på låneskulden nyttjar bolaget som finansieringskälla.

**Figur 1: Marknadsandelar för olika kunder fördelat på skuldstorlek**



Som framgår av figuren gäller generellt att medlemmar med liten eller medelstor låneskuld har en mycket hög (och generellt ökande) andel av sin finansiering via Kommuninvest, medan medlemmar med en större låneskuld i betydligt mindre utsträckning finansierar sig via den egna medlemsorganisationen.<sup>1</sup> Vidare visar Figur 1 att marknadsandelen bland medlemmar med en större låneskuld inte tenderat att öka över de senaste fem åren.

### 3 Förutsättningar för Kommuninvests konkurrenskraft

Förutsättningarna för bolagets konkurrenskraft ges dels av den *upplåningskostnad* till vilken bolaget kan låna i marknaden, dels av de *kostnader som är förknippade med verksamheten* och som till del är given av den restriktiva syn på risk som följer av att bolaget ska vara ett utlåningsinstitut för kommunsektorn. Båda delar är naturligtvis påverkade av de marknadsförutsättningar som råder samt de regleringar som karakteriserar marknaden, men båda kan även i stor utsträckning påverkas av bolagets egen effektivitet.

#### 3.1 Marknadsförutsättningar och bolagets upplåningskostnad

Förutom det generella marknadsläget speglar bolagets upplåningskostnad, eller priset på emissioner generellt, *kreditrisken* förknippad med emittenten (Kommuninvest) och *likviditetsrisken* förknippad med en specifik emission.

Kreditrisken definieras som risken att den som emitterat obligationen fallerar. I Kommuninvests fall är kreditrisken starkt förknippad med medlemmarnas borgen och det faktum att en kommun inte kan falla. Som en följd av detta har Kommuninvest idag samma höga kreditrating som svenska staten.

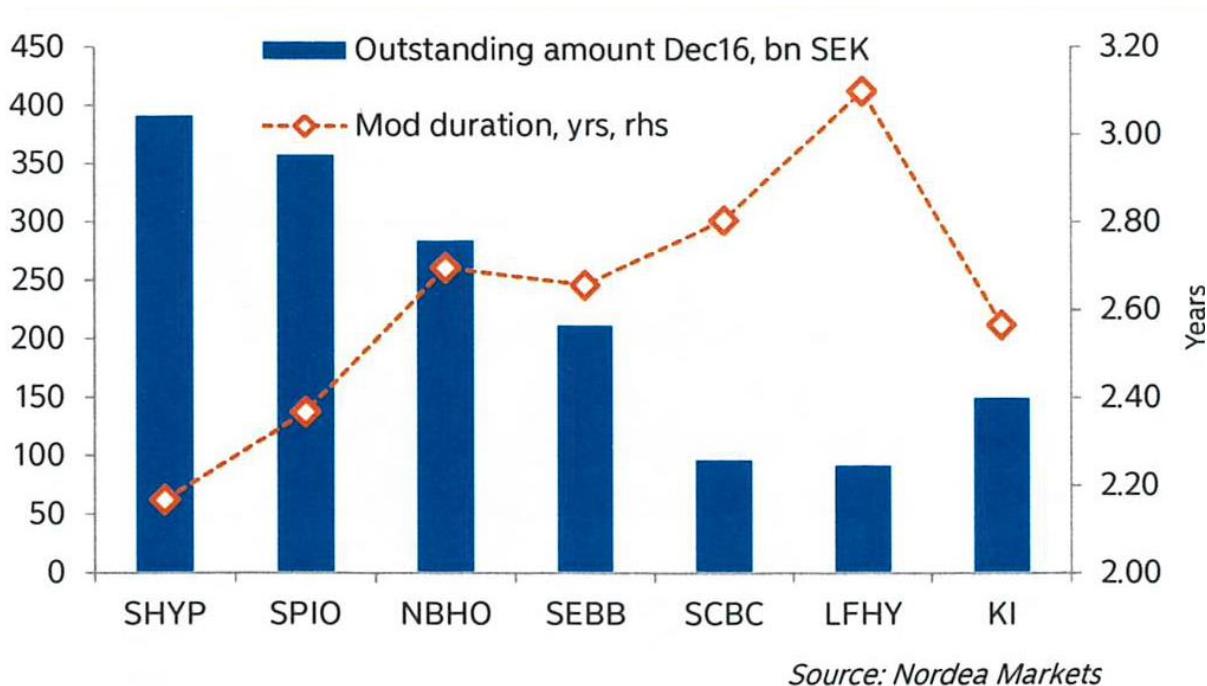
Likviditetsrisken som investeraren möter kan definieras som risken för förlust i samband med att obligationen ska säljas på andrahandsmarknaden. Typiskt gäller att likviditetspremien (den extra avkastning investeraren kräver för att täcka likviditetsrisken) är mindre för en tillgång som karakteriseras av stor handel. Stor handel är vidare positivt korrelerat med en stor efterfrågan, vilken i sin tur beror av emittentens och emissionens storlek. Detta gör att emittenter som till exempel svenska staten och Europeiska investeringsbanken (EIB), som har samma kreditrating som Kommuninvest, men där emissionsvolymerna är betydligt större, emitterar på lägre nivåer än Kommuninvest. På motsvarande sätt får Kommuninvest en lägre upplåningskostnad än enskilda kommuner som lånar via egna marknadsprogram.

Ryktet hos och förtroendet för en aktör på marknaden påverkas även av andra faktorer än kredit- och likviditetsrisk, t.ex. aktörens relativa storlek. I Figur 2 visas utestående volym hos svenska bostadsemittenter samt Kommuninvests svenska obligationsprogram per den 16 december 2016.

---

<sup>1</sup> Värt att notera är att det även finns stora skillnader *inom* respektive grupp.

**Figur 2: Utestående volymer bostadsobligationer samt KI**



Som framgår av bilden ligger Kommuninvests totala volym något lägre än hos de fyra storbankerna (de fyra staplarna till vänster). Att komma upp i volym i paritet med 'de stora' kan enligt ovan resonemang förväntas påverka bolagets upplåningskostnad positivt.

### 3.2 Den svenska obligationsmarknaden

Det finns skillnader i nivå på upplåningskostnaden emittenter emellan, vilket beror på det generella marknadsläget, de olika emittenternas kreditvärdighet och emissionernas likviditetsrisk. Skillnader emittenter emellan varierar också över tid. Generellt gäller att under perioder med marknadsoro tenderar skillnaderna att vara större, medan skillnaderna är mindre under lugnare perioder.

Om vi jämför svenska staten, Stadshypotek och Kommuninvest, så har svenska staten den lägsta upplåningskostnaden. Detta återspeglar så väl god kreditvärdighet som liten likviditetsrisk. Stadshypotek är förknippat med relativt god likviditet, men däremot har de inte samma goda kreditvärdighet som staten. Kommuninvest har samma kreditrating som staten och en relativt liten likviditetsrisk. Detta torde resultera i en relativt liten skillnad mellan Kommuninvests upplåningskostnad och den hos svenska staten, medan skillnaden till Stadshypotek torde vara relativt stor. Detta förhållande återspeglas dock inte i verkligheten; det är en stor skillnad i upplåningsnivå mellan Kommuninvest och svenska staten, medan skillnaden i förhållande till Stadshypotek är relativt liten. Vi kan därav anta att Kommuninvests upplåningsnivåer är för höga i förhållande till den 'objektiva' risknivån de representerar, det vill säga att investerarnas riskjusterade avkastning vid placering i Kommuninvest är för hög. En potentiell, om än inte mätbar, anledning till att detta är förekomsten av effekter relaterade till det vi i ovan stycke benämnde 'perception of liquidity', vilket i detta fall tycks påverka efterfrågan på obligationerna negativt och därmed även nivån på bolagets upplåningskostnad. Utifrån denna hypotes torde bolaget ytterligare kunna sänka sina upplåningskostnader i förhållande till andra aktörer i marknaden genom att arbeta för ett ökat förtroende, ett bättre rykte och därmed en ökad attraktivitet på marknaden.

### **3.2.1 Konkurrensen från kommunernas egna marknadsprogram**

Bland svenska obligationer med relativt låg risk finns förutom svenska statsobligationer, Kommuninvestobligationer och bankernas bostadsobligationer även obligationer emitterade av enskilda kommuner och kommunala bolag (varav vissa är medlemmar i Kommuninvest). Dessa har, i de fall de är ratade, en kreditrating som är bättre än den hos säkerställda obligationer, men som är lika bra eller sämre än hos Kommuninvest och svenska staten.

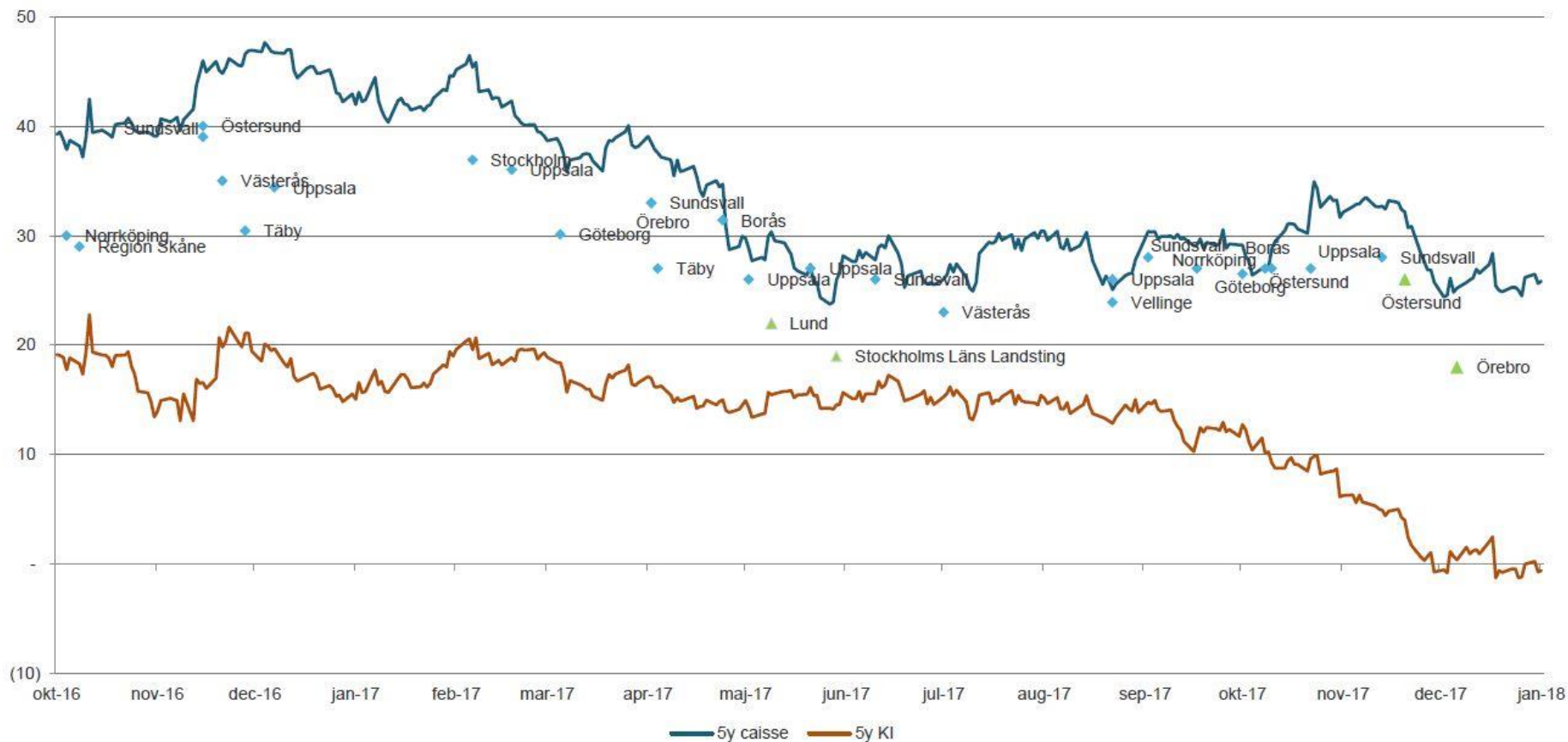
De enskilda kommunernas och kommunala bolagens emissioner är ofta förhållandevis små och handeln på andrahandsmarknaden mycket begränsad, varför likviditetsrisken hos dessa emissioner är förhållandevis hög. Trots detta är upplåningskostnaden för kommuner eller kommunala bolag som ställer ut obligationer i eget namn relativt låg.

I Figur 3 visas samtliga 5-års emissioner som gjorts av kommuner och landsting i svenska kronor under perioden 2016–2017. I figuren visas sekundärmarknadspriset för 5-årig upplåning hos Kommuninvest respektive Stadshypotek vid motsvarande tidpunkt.

**Figur 3: Kommuner och landstings emissioner i relation till Kommuninvest och Stadshypotek**

## Emissioner i relation till Stadshypotek och Kommuninvest

Nedan visas samtliga emissioner som gjorts av kommuner och landsting i svenska kronor med 5 års löptid de senaste 14 månaderna. Blå linje visar Stadshypotek och orange linje visar Kommuninvest, båda med 5 års löptid. Samtliga värden är i bps vs swap. Grön triangel betyder att obligationen var grön.



Källa: DNB markets

Marknaden prissätter vanligtvis kommuner c:a 5–10 baspunkter lägre än bostadsemissioner. Det finns ingen egentlig anledning till att kommunernas obligationer ska prissättas i förhållande till bostadsemissionerna. Egentligen vore det kanske mer rimligt att de prissattes i förhållande till obligationer utställda av svenska staten, men eftersom det är bankerna själva som är arrangörer av kommunernas emissioner och det ligger i deras intresse att skillnaden mellan deras egna bostadsemissioner och kommunernas emissioner inte blir alltför stor, upprätthålls denna samvariation.

Prisskillnaden mellan kommunernas upplåningskostnad och den upplåningskostnad Kommuninvest har är relativt liten, vanligtvis c:a 10-15 baspunkter. Här bör konstateras att bolagets utlåningspris till kunderna förutom upplåningskostnaden även ska inrymma samtliga kostnader för koncernens verksamhet, vilka i dagsläget i genomsnitt motsvarar ett påslag om 23,2 baspunkter (vi återkommer till detta i nästkommande kapitel). Detta medför att det pris kunderna kan få hos Kommuninvest generellt är högre än det pris de själva möter i marknaden. Det faktum att kommunernas upplåningskostnad samvarierar med bostadsemissionsnivåerna gör att Kommuninvests konkurrenskraft påverkas av svängningar i utbud och efterfrågan på bostadsobligationer. Här kan till exempel nämnas den situation som uppstod under våren 2017 då utbudet på säkerställda obligationer sjönk kraftigt, varpå Kommuninvest och Stadshypotek spreadade ihop, varpå Kommuninvests konkurrenskraft gentemot kommuner med egna program sjönk.

Under senare tid har det blivit mer och mer populärt att inom koncerner samordna sin upplåning via upprättandet av internbanker. Kommuninvest uppmuntrar denna utveckling då det för koncernen i sin helhet innebär en mer effektiv finansförvaltning.<sup>2</sup> Dock innebär denna utveckling potentiellt att Kommuninvest kommer att bli mer konkurrensutsatt. Organisering i större enheter, med en större sammantagen skuld, innebär att fler medlemmar kan komma att se möjligheten att nå fördelaktiga upplåningsnivåer genom att öppna egna program. Detta är en utveckling som bankerna uppmuntrar, eftersom de i egenskap av arrangörer av dessa emissioner kan tjäna pengar på kommunerna. Att Kommuninvest potentiellt blir mer konkurrensutsatt är i sig inte ett problem, utan kanske snarare en fördel. Däremot finns en svårighet i att jämföra de lån som tas via Kommuninvest och upplåning via egna marknadsprogram, vilket gör att det finns en risk att beslut fattas på felaktiga grunder, med en mindre effektiv upplåning som konsekvens. Vi återkommer även till dessa frågor i nästkommande kapitel.

### **3.2.2 Vem finansierar den kommunala sektorn?**

I inledningen av promemorian belystes att andelen upplåning via Kommuninvest är lägre hos medlemmar med stor låneskuld relativt de med liten eller medelstor skuld. Vidare framgick att Kommuninvests marknadsandel hos medlemmar med stor låneskuld under senare år inte har ökat i samma utsträckning som hos övriga medlemmar.

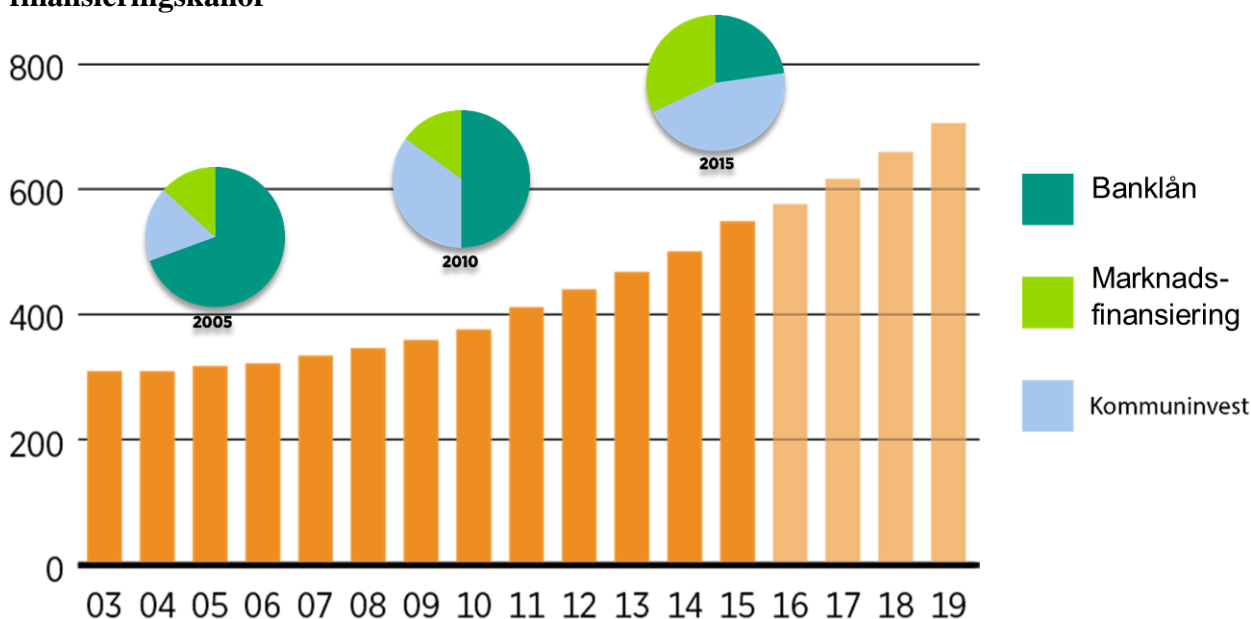
I Figur 4 presenteras hur den kommunala låneskulden vuxit över tid. I figuren syns även hur denna skuld fördelat sig över olika finansieringskällor vid olika tidpunkter (2005, 2010 samt 2015).

---

<sup>2</sup> Notera att det finns skattetekniska detaljer som gör att dessa effektivitetsvinster inte är fullt så fördelaktiga som det kan verka. Vi kommer i denna promemoria inte att gå in på dessa detaljer.



**Figur 4: Sektorns skuldutveckling (mdkr) samt fördelning av sektorns upplåning på olika finansieringskällor**



De mörkorange staplarna till vänster i bilden visar sektorns faktiska låneskuld (mdkr) under åren 2003-2015. De ljusorangea staplarna till höger i bild representerar prognosticerade värden för perioden 2016-2019.

Som framgår av Figur 4 har traditionell bankutlåning under perioden minskat kraftigt, samtidigt som upplåning via egna marknadsprogram har ökat kraftigt. Vi kan även konstatera att Kommuninvests marknadsandel ökade kraftigt mellan 2005 och 2010, vilket till stor del kan förklaras av att Kommuninvests betydelse för medlemmarnas finansieringsmöjligheter blev extra tydlig i samband med finanskrisen 2008. Ökningen i marknadsandel har däremot under den senare femårsperioden (2010-2015) varit relativt modest.

### 3.3 Regelverk för att minska/kontrollera riskerna i systemet

Kommuninvest har sedan föreningens grundande gått från att vara en liten uppstickare till att idag vara Sveriges sjätte största kreditinstitut. Som diskuterats tidigare i promemorian finns det många fördelar med att vara en stor emittent. Det innebär dock även ökade krav på bolagets riskarbete. I kölvattnet av finanskrisen 2008 har regleringen av den finansiella marknaden ökat markant och kraven på transparens blivit alltmer påtagliga. Mängden riskmått som måste efterlevas och den information som måste inrapporteras har under perioden ökat dramatiskt. För Kommuninvest har detta inneburit ökade direkta kostnader (t.ex. för resolutionsavgift och i samband med bruttosoliditetskrav). Det har även inneburit att betydande personella resurser krävs för att klara av den omfattande rapportering som efterfrågas av tillsynsmyndigheterna, varför även de operativa kostnaderna relaterade till bolagets riskhantering har ökat markant.

Av de regelkrav som medför direkta kostnader för bolaget hör *bruttosoliditetskravet*, vilket motsvarar krav på en viss mängd eget kapital i förhållande till balansslutningen, och *resolutionsavgiften* som ska skydda det svenska banksystemet i händelse av resolution. Båda dessa har en direkt påverkan på bolagets utlåningspris, och därigenom bolagets konkurrenskraft.

### 3.4 IFRS och dess implikation på bolagets konkurrenskraft

Kommuninvest följer det internationella redovisningsregelverket IFRS.<sup>3</sup> Detta innebär bland annat att delar av bolagets balansräkning ska marknadsvärderas vid balansdagstillfället. Rörelser i marknaden implicerar att det totala (redovisade) värdet av bolagets tillgångar och skulder förändras över tid.

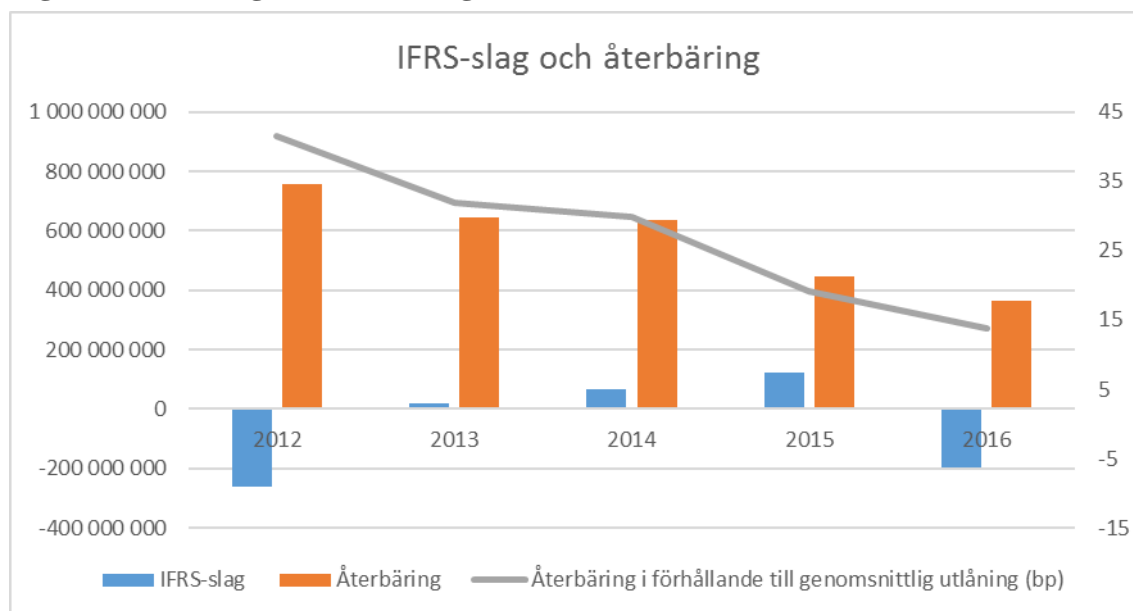
I ägardirektivet är fastställt att:

*”Bolagets operativa resultat ska ha en sådan storlek att årets resultat inklusive IFRS-effekter och skatt med stor säkerhet är positivt.”*

För att möta riktlinjerna i ägardirektivet och för att ta höjd för negativa orealiserade marknadsvärdesförändringar ingår i Kommuninvests prissättning ett IFRS-påslag. Storleken på detta påslag, som fastställs utifrån bolagets riskaptit för kreditmarknadsrisk, används som en buffert för att hantera *kortsiktiga* svängningar i marknadsvärden. Eftersom Kommuninvest normalt håller tillgångar och skulder till förfall ska denna buffert i det längre perspektivet inte behöva tas i anspråk. Därför återförs IFRS-bufferten i slutänden till medlemmarna i form av återbäring.

I Figur 5 presenteras förändring i orealiserade marknadsvärden (IFRS-slag) samt återbäring som betalats ut till medlemmarna under perioden 2012-2016.

**Figur 5: IFRS-slag och återbäring**



I Figur 5 visas orealiserade marknadsvärdesförändringar per årsskiftet (blå stapel) samt den årliga totala återbäringen (orange stapel). Den grå linjen representerar den årliga återbäringen i förhållande till årets genomsnittliga utlåningsvolym, uttryckt i baspunkter.

Det relativt stora IFRS-slaget 2012 är främst hänförligt till en relativt stor marginalökning mellan upp- och utlåning. En marginalökning innebär att diskonteringsräntan som används för marknadsvärdering av utlåning höjs vilket ger ett lägre marknadsvärde på lånen. Storleken på förändringen återspeglar skillnaden mellan den intjäning som den befintliga lånestocken faktiskt kommer att ge under hela sin återstående löptid och den intjäning som skulle uppnås om lånen gjorts med den nya högre marginalen. Det relativt stora IFRS-slaget 2016 berodde istället på att upplåningskostnaden vid finansiering i utländska valutor under perioden hade blivit mer fördelaktigt än finansiering direkt i SEK. Då det bland skulder endast är upplåningar i utländsk

<sup>3</sup> Notera att bolaget följer fler redovisningsregelverk än det som nämns här. Det finns dock ingen koppling mellan dessa regelverk och bolagets prissättning, varför de inte diskuteras i denna promemoria.

valuta som redovisas till verkligt värde innebar detta en ökning av marginalen mellan Bolagets upp- och utlåningskostnader vilket ledde till negativa marknadsvärdesförändringar.

Notera att återbäringen under perioden överstigit det påslag som bolaget lägger på i syfte att täcka potentiella orealiserade marknadsvärdesförändringar (se nedan). Värt att notera är dock att bolaget i kölvattnet av finanskrisen och fram till september 2013 tog ut ett högre pris i syfte att bygga upp bolagets kapital. Detta faktum gör att det är svårt att bedöma återbäringen i förhållande till IFRS-slagen.

Även om medlemmarna på lång sikt kan förvänta sig att det fulla värdet av IFRS-påslaget betalas tillbaka till medlemmarna är det svårt att bedöma det kortsiktiga värdet av bolagets återbäring. Detta gör att förekomsten av ett IFRS-påslag i det korta perspektivet ger ett högre utlåningspris, vilket påverkar Kommuninvests konkurrenskraft negativt.

## 4 Dagens prissättning

I Ägardirektivet anges ramarna för bolagets prissättning. Där står att läsa att:

*”Utgångspunkten är att bolaget vid varje tidpunkt ska erbjuda kunderna lån till likvärdiga villkor, dock får prissättningen differentieras när så är motiverat ur marknadssynpunkt, medlemmars bidrag till föreningens kapitalisering, avser utlåning för tydligt definierade hållbara ändamål eller beror på skillnader i bolagets kostnader för olika lån.”*

Kommuninvests räntevillkor bestäms med upplåningskostnaden som grund. Förutom upplåningskostnaden består låneräntan av en marginal som speglar de kostnader som bolaget möter. Den faktiska låneräntan för olika lån och löptider bestäms sedan i linje med riktlinjer fastställda i ägardirektivet

### 4.1 Modell för kostnadstäckning

Ägardirektivet anger ramarna för bolagets ekonomiska resultat, vilka utgör grunden för den kostnadstäckningsmodell som bolaget idag använder. Det kostnadspåslag som läggs till bolagets upplåningskostnad motsvarar idag 23,2 baspunkter och kan delas upp enligt följande<sup>4</sup>:

a) Förvaltningskostnader (operativa kostnader).

Kostnaderna för att driva verksamheten beräknas till 8,7 räntepunkter. I detta ingår bolagets och föreningens samtliga kostnader.

b) Resolutionsavgift. En avgift till staten för att användas i händelse av bankkras.

För närvarande 2,0 räntepunkter.

c) Ränta på insatskapital. Tillsammans har medlemmarna i Kommuninvest ett insatskapital som överstiger 6 miljarder kronor. För att ge en attraktiv ränta på detta kapital görs ett påslag på 3,8 räntepunkter. 2017 var räntan 1,5 procent.

d) IFRS-buffert för negativa redovisningsmässiga förändringar av orealiserade marknadsvärden. (IFRS = *International Financial Reporting Standard*).

För närvarande 8,7 räntepunkter.

Enligt Kommuninvests affärsmodell går all vinst tillbaka till ägarna.

---

<sup>4</sup> Juni 2017

Av de kostnader som presenteras ovan utgör förvaltningskostnader och resolutionsavgift reella kostnader som inte återförs till medlemmarna. Ränta på insatskapital kommer tillbaka till medlemskollektivet enligt en fördelning som speglar medlemsinsatsens storlek.

Den tredje komponenten, IFRS-påslaget som utgör drygt 40 procent av det totala påslaget, kommer på lång sikt till fullo komma tillbaka till den enskilde medlemmen. Vi återkommer till detta kostnadspåslag senare i promemorian.

## **4.2 Principer för prissättning mot kund**

Även om den grundläggande principen för prissättning mot kund är att alla lån ska bära sina egna kostnader finns ibland skäl att avvika från den principen. Ramarna för dessa avvikelser finns att hämta i ägardirektivets lydelse angående prissättning. I praktiken fastställs fördelningen av kostnadspåslagen/marginalen över olika lån och löptider med beaktande av tre grundläggande principer: konkurrens, hållbarhet och effektivitet.

## **4.3 Vad innebär dagens prissättning för kundens beslutssituation?**

I den enskilde beslutsfattarens uppdrag ingår att ställa olika finansieringsalternativ mot varandra. För att göra detta måste beaktas så väl risker som kostnader förknippade med olika alternativ. Förutom att de operativa kostnaderna för olika finansieringsalternativ kan variera (i synnerhet finns stora kostnader med att sätta upp och upprätthålla ett eget marknadsprogram) finns åtminstone ytterligare två aspekter som bör belysas: återbäring och refinansieringspremie.

### **a) Återbäring**

Som nämndes i stycke 4.1 finns i bolagets utlåningspris ett IFRS-påslag om 8,7 baspunkter som medlemmen på sikt kan förväntas få tillbaka som återbäring. Vid en prisjämförelse är det således rimligt att ta hänsyn till denna komponent. I samtal med kund har det framgått att det finns stora skillnader i huruvida, och i vilken utsträckning, kunderna beaktar återbäringen vid prisjämförelser. Vissa medlemmar räknar av hela IFRS-påslaget, medan andra medlemmar inte beaktar det alls. Att det finns en stor variation kan förklaras av att det finns vissa problem förknippade med återbäring relaterad till IFRS-påslag.

För det första är det omöjligt att på kort sikt bedöma vilken återbäring som kommer att materialiseras. För medlemmar som frekvent lånar via Kommuninvest är denna problematik relativt liten, eftersom de på lång sikt får tillbaka det de betalat. För kunder som inte frekvent lånar hos Kommuninvest, och där lånevolymen varierar från ett år till ett annat, kan utfallet bli att ett stort positivt resultat hos Kommuninvest, till följd av kraftigt positivt IFRS-slag, inträffar ett år då medlemmen har en relativt liten del av sin upplåning via Kommuninvest. Detta skulle kunna implicera att återbäringen inte motsvarar det belopp medlemmen bidragit med via IFRS-påslaget tidigare år.

En andra svårighet är att det upplevda värdet på återbäringen kan vara lägre för den som fattar beslut om medlemmens finansiering jämfört med värdet för medlemskoncernen i sin helhet. Ekonomichefen på ett bostadsbolag kan ha större incitament att se till att dennes resultaträkning ser bra ut än att koncernens resultat förbättras.

I och med att kunderna inte fullt ut beaktar värdet av IFRS-påslaget innebär det en konkurrensnackdel för Kommuninvest. Vidare, eftersom Kommuninvest varje år återför hela den överskjutande vinsten till sina medlemmar, måste ny buffert byggas upp via låneräntan även nästkommande år. Detta gör att IFRS-påslaget varje år påverkar Kommuninvests konkurrenskraft negativt.

### **b) Refinansieringsrisk**

Ytterligare en aspekt som riskerar att glömmas bort vid kundernas val av finansieringsalternativ är den refinansieringsrisk som upplåning via ett eget marknadsprogram innebär. Vid jämförelse i pris antages ofta att finansiering via Kommuninvest är likvärdig med finansiering via egna marknadsprogram. I själva verket förutsätter bolaget, av erfarenhet, att en relativt stor andel av den utlåning som förfaller omsätts. Kommuninvest håller därför en likviditetsreserv anpassad efter volymen förfallande lån. Detta i syfte att kunna möta medlemmarnas omsättningsbehov även under perioder karakteriserade av likviditetspåverkande stress.<sup>5</sup> Finansiering via egna program å andra sidan finns enbart där så länge investerarna har ett intresse av att placera sina pengar. Om de båda finansieringsalternativen vid prisjämförelser jämföras innebär detta en konkurrensnackdel för Kommuninvest.

Utöver att det i grunden, ur ett konkurrensperspektiv, är problematiskt att medlemmarna inte värderar refinansieringspremien som implicit finns i upplåning via Kommuninvest förvärras problemet ytterligare av att medlemmarna, genom sitt medlemskap i Kommuninvest, har en förväntan om att Kommuninvest kommer finnas där i händelse av kris. Detta ger ytterligare incitament att, om priset är lägre, själv låna via eget marknadsprogram. I praktiken innebär detta de medlemmar som lånar via den egna medlemsorganisationen betalar för försäkringspremien för de som inte gör det.

Kommuninvest har för att motverka denna free-rider-problematik i koncernens återhämtningsplan gjort en särskilnad mellan omsättningar och nyutlåning. I återhämtningsplanen finns fastställt att i en krissituation kommer omsättningar premieras framför nyutlåning.

## 5 Potentiella åtgärder för att genom prissättning nå ökad konkurrenskraft

Som framgår tidigare i promemorian har Kommuninvest inte fullt ut lyckats i sitt uppdrag att erbjuda konkurrenskraftig upplåning till alla sina medlemmar. Ett sätt att uppnå detta mål är genom förändrad prisstrategi, givet bolagets nuvarande effektivitet.

### 5.1 Prisdifferentiering som metod för ökad konkurrenskraft

En möjlig väg för att nå ökad konkurrenskraft och därmed en större lånevolym, är att erbjuda olika priser till olika kunder eller för olika typer av produkter. Som nämnts tidigare i promemorian kan Kommuninvests upplåningskostnad förväntas minska om lånevolymen ökar. Detta till följd av en lägre likviditetspremie och andra fördelar som möjliggörs av en större skuldvolym (se kapitel 3). Vidare karakteriseras bolagets förvaltningskostnader av möjlighet till stordriftsfördelar. Dessa omständigheter talar för att det finns anledning att prisdifferentiera.

Prisdifferentiering är en vedertagen metod hos företag som har någon form av marknadskraft och är ett effektivt sätt att nå specifika kunder i syfte för företaget att öka sin lönsamhet. I en organisation som är medlemsägd och som dessutom inte har vinstmaximering som syfte är prisdifferentiering mer problematisk.

Kommuninvest är en medlemsägd organisation där ett av grundfundamenten för samarbetet är solidaritet och likabehandling. Prisdifferentiering innebär att medlemmarna erhåller *olika* låneränta. Man skulle kunna hävda att detta, att *alla* medlemmar genom olika prissättning får ett pris som är bättre än det de annars skulle få i marknaden, *är* likabehandling. Ett sätt för alla medlemmar att dra nytta av samarbetet. Trots detta finns det inom medlemsorganisationen

---

<sup>5</sup> Detta är något som har varit en del av Kommuninvests riskhantering under en längre tid. Det bör dock poängteras att detta numera är ett krav från myndighetshåll, vilket manifesteras i likviditetsriskmålet LCR. Således torde även vanlig bankupplåning även ha en mindre refinansieringsrisk än upplåning via egna marknadsprogram.

starka åsikter mot att låneräntan är olika för olika medlemmar. Argumentet är att detta *inte är* likabehandling.

Kommuninvest skapades till följd av att en oligopolsituation på finansmarknaden medförde för kommunerna ofördelaktiga lånevillkor. I dagsläget befinner sig Kommuninvest själv – på vissa delar av marknaden – i princip i monopolställning. Prisdifferentiering skulle i princip innebära att Kommuninvest använde sin monopolställning bland medlemmar med liten eller medelstor låneskuld för att nå de medlemmar som fortfarande befann sig på en konkurrensutsatt marknad – de med en stor låneskuld – utan att behöva anstränga sig för att bli mer effektiv. Det faktum att bolaget inte är vinstmaximerande skulle i detta fall kunna innebära att incitamenten för ökad effektivitet slogs ut, eftersom målet om att nå alla medlemmar redan hade uppnåtts.

Sammantaget finns således både argument för prisdifferentiering och ideologiska skäl att begränsa utsträckningen av en sådan. Vidare finns behov att i det fall prisdifferentiering används som metod för att nå konkurrenskraft skapa incitament för fortsatt effektivisering av verksamheten.

## 5.2 Minskad kostnadstäckning som metod för ökad konkurrenskraft

En möjlig metod för att komma runt konkurrensproblematiken utan att behöva prisdifferentiera är genom att minska kostnadstäckningen i bolagets utlåning. Detta kan låta riskfyllt, men det finns i bolagets kostnadstäckningsmodell en komponent som speglar täckning för orealiserade förluster som i realiteteten inte är en kostnad, varför den heller inte i faktisk mening behöver kostnadstäckas. Den redovisade förlusten är enbart en redovisningsteknisk förlust som i praktiken, på lång sikt, kan förväntas vara noll. Detta då bolaget generellt håller skulder och tillgångar till förfall.

Bolaget har valt att göra en relativt sträng tolkning av ägardirektivet och tar i sin prissättning höjd för förluster som fastställts i riskaptiten för kreditmarknadsrisk. Som nämnts tidigare i denna promemoria står i ägardirektivet att:

*”Bolagets operativa resultat ska ha en sådan storlek att årets resultat inklusive IFRS-effekter och skatt med stor säkerhet är positivt.”*

Den uttolkning av ägardirektivet som görs idag, där det finns en direkt koppling mellan riskaptiten och bolagets prissättning, innebär att bolaget tar höjd för förluster som med en mycket liten sannolikhet borde kunna inträffa. Utan vidare vägledning är det lätt att tolka ägardirektivet just på detta sätt. Ägarna och därmed bolaget har med all rätt en mycket restriktiv syn på risk. Att däremot för en risk som egentligen inte är en risk ta ut en kostnadstäckning av denna magnitud kan knappast vara varken affärsmässigt eller effektivt. Det torde således finnas skäl att ifrågasätta ägardirektivets formulering, och/eller bolagets uttolkning av densamma.

Om bolaget skulle frångå principen beskriven ovan och därmed ha en lägre kostnadstäckning för potentiella IFRS-slag skulle detta naturligtvis få konsekvenser för bolagets resultat. För det första skulle det årliga resultatet bli lägre, vilket skulle medföra en lägre återbäring för medlemmarna. Förändringen torde dock ske successivt, i takt med att ny utlåning avtalas, eftersom den utlåning som redan ligger på bolagets balansräkning är prissatta med nuvarande kostnadstäckningspåslag.<sup>6</sup> Förändringen skulle dock inte påverka medlemmarna negativt, utan innebära att man istället fick en lägre kostnad för sin upplåning.<sup>7</sup>

För det andra skulle förändringen innebära en ökad risk för ett negativt resultat till följd av negativa svängningar i realiserade marknadsvärden. Det innebär en pedagogisk utmaning att göra medlemmarna bekväma med en sådan möjlighet. Däremot bedömer bolaget att varken

---

<sup>6</sup> För att ge en uppfattning av hastigheten på förändringen kan nämnas att det under ett år förfaller c:a 1/3 av den totala stocken. Förfall som, tillsammans med nyutlåning, skulle omsättas med ett lägre kostnadstäckningspåslag.

<sup>7</sup> Förändringen skulle dock påverka kunder med i dagsläget lång kapitalbindning negativt.

investorerare eller ratingbolag skulle påverkas i någon större utsträckning då de är väl bekanta med problematiken.

Det kan finnas åtgärder att vidta för att motverka effekten av röda siffror. En metod är att nyttja möjligheten till obeskattade reserver. Det innebär att bolaget kan använda överskjutande vinst som en buffert för att motverka negativa svängningar kommande år. Här bör även nämnas att om bolaget plötsligt sänker utlåningspriset, vilket skulle bli fallet om IFRS-påslaget kraftigt minskade, skulle detta ge ett omedelbart positivt resultat på bolagets orealiserade marknadsvärde.

## 6 Effektivitet

Som framgår i kapitel 5 är det viktigt att Kommuninvest i samband med prisdifferentiering sätter fokus på det egna effektiviseringsarbetet. Bolaget arbetar ständigt med att effektivisera verksamheten. I synnerhet handlar det om att förbättra förutsättningarna för och minska ineffektiviteter i bolagets hantering av tillgångar och skulder samt samspelet dem emellan (Asset and Liability Management, ALM). Detta arbete handlar om effektiviseringar *internt* i verksamheten, men även om påverkansarbete *externt*.

Bolaget har sedan en tid ökat intensiteten i sin jakt på effektivitet. Detta har, utöver det arbete som ständigt pågår på bolaget, resulterat i en rad nya initiativ som på kort så väl som lång sikt förväntas minska Kommuninvests kostnader och därmed öka bolagets konkurrenskraft. I stycke 6.1 och 6.2 följer en kort presentation av några av de arbeten som sker på bolaget idag. I stycke 6.3 diskuteras förutsättningar för och konsekvenser av ökad konkurrenskraft förknippad med bolagets effektiviseringar.

### 6.1 'Extern effektivitet'

I kapitel 3 framkom att Kommuninvest, trots så väl låg kredit- som likviditetsrisk, har en relativt hög upplåningskostnad. Detta belyser att bolaget fortfarande har mycket kvar att göra för att förbättra det vi i denna promemoria benämner extern effektivitet. Bolaget bedömer att en förbättring på detta område skulle ha stor påverkan på den låneränta Kommuninvest kan erbjuda sina kunder, och därmed på den nytta som kommer kunderna till del.

Bolaget arbetar ständigt för att hitta identifiera nya upplåningsmarknader och nya investerare. Även om denna promemoria, i linje med att bolagets nya ALM-strategi innebär en större närvaro på den svenska marknaden, fokuserat på den svenska marknaden sker även ett stort arbete internationellt. Bolaget har på grund av sin storlek, och till skillnad från enskilda kommuner, en möjlighet att vara aktiv även utomlands. Detta är viktigt både för att få tillgång till förmånliga upplåningsmarknader, men det är även viktigt ur ett riskperspektiv.

För att ytterligare påverka Kommuninvests attraktivitet på marknaden pågår i dagsläget ett försök att få med bolagets obligationer i Nasdaqs stora obligationsindex. Detta skulle göra att fler investerare skulle komma att välja att investera i bolagets obligationer. Ett annat initiativ med samma syfte är det arbete som sker för att försöka få Kommuninvests obligationer godkända som säkerhet hos London Clearing House (LCH).

I kapitel 3 uppmärksammades att det tycks finnas en stor skillnad i hur investerare ser på statsrisk och kommunrisk. Även detta är ett område där Kommuninvest bedriver påverkansarbete, delvis genom de initiativ som nämnts ovan, men även genom till exempel publikation av forskningsrapporter och genom att sprida allmän kunskap om kommunsektorn och svensk lagstiftning. Detta arbete skulle på sikt kunna göra stor skillnad för medlemmarnas låneränta.

Ett initiativ som har varit betydelsefullt för att nå nya investerare, men även för att sätta Kommuninvests namn på kartan, är lanseringen av ett grönt obligationsprogram. Detta arbete

har varit mycket framgångsrikt och har redan nu inneburit att bolaget kunnat få lägre upplåningskostnader. I linje med detta initiativ undersöks nu möjligheterna för bolaget att engagera sig i socialt hållbar upplåning. Även detta initiativ skulle på sikt kunna få betydelse för bolagets upplåningskostnad.

Förutom det arbete som sker eller skulle kunna ske är gällande den lagstiftning som reglerar finansmarknaden. Bolaget har bedrivit ett stort påverkansarbete på detta område, vilket hittills varit mycket lyckosamt. Ett sådant exempel är arbetet relaterat till regelverket kring bruttosoliditet, där Kommuninvest (och andra liknande institut) arbetar för att få andra regler än de som ska gälla för vanliga affärsbanker.

## 6.2 Intern effektivitet

Förutom det arbete som sker för att påverka externa intressenter är det viktigt att bolaget ständigt arbetar för att förbättra den interna effektiviteten. Detta handlar dels om hur bolaget arbetar med sina tillgångar och skulder, men det handlar även om organisatoriska effektiviseringar som i slutändan kan ge lägre låneräntor och därmed större nytta till kund.

Kommuninvest har under det senaste året arbetat fram en ny strategi vad gäller matchning av bolagets tillgångar och skulder. Den nya strategin förväntas dels ge större effektivitet och lägre kostnader i *direkt* relation till bolagets upplåning. Den innebär även att bolagets likviditetsreserv har minskat, vilket i sin tur kommer ge en lägre resolutionsavgift.<sup>8</sup>

I syfte att effektivisera bolagets upplåning har bolagets utlåningsprognos förbättrats och arbete sker kontinuerligt för att få en bättre förståelse för kundernas kommande behov. Arbetet innebär bland annat att Kommuninvest i större utsträckning än tidigare inkluderar kunden i processen, för att genom bättre samordning mellan kunderna och marknaden ge bättre förutsättningar för bolaget att bedriva verksamheten, vilket i sin tur kan öka medlemsnyttan.

Bolagets derivathantering är även den för närvarande föremål för effektiviseringar. Här utreds till exempel möjligheterna att genom en kortare ledtid mellan genomförd upplåning och ingångna derivatkontrakt kan leda till en lägre derivatkostnad.

Bolagets för närvarande i särklass största effektiviseringsarbete är den digitalisering som bolaget genomgår. Först på tur är automatisering av bolagets utlåning som är planerad att vara klar 2020. Detta arbete är naturligtvis i ett initialt skede relativt kostsamt, men investeringen kommer på sikt kunna leda till stora effektivitetsvinster, vilka i sin tur kan komma kunderna till del.

## 6.3 Förutsättningar för och konsekvenser av Kommuninvests effektiviseringar

Som framgår av ovanstående stycken sker på Kommuninvest effektiviseringar genom en rad olika initiativ. Det är relativt svårt att bedöma med vilken magnitud insatserna kommer att påverka bolagets kostnader. En uppskattning är dock att effekterna på kort sikt kan förväntas motsvara c:a 3-5 baspunkter, medan de långsiktiga effekterna, i synnerhet om bolaget lyckas i sitt externa påverkansarbete, kan var betydligt, kanske trefaldigt, större.

## 7 Slutsatser

Denna promemoria tar sin utgångspunkt i ägarnas uppdrag till bolaget att under 2017 utreda frågan huruvida prisdifferentieringen i bolagets utlåning ska öka och vilka effekter detta poten-

---

<sup>8</sup> Det bör här sägas att den nya ALM-strategin även innebar en minskning i den tillåtna risken förknippad med placeringarna i bolagets likviditetsreserv. Detta innebär en *ökad* kostnad för bolaget.



tiellt skulle medföra. Eftersom prisdifferentiering är del i en helhet där så väl bolagets prisstrategi i sin helhet och bolagets effektivitet har betydelse, har promemorian även berört frågeställningar som inte är direkt har bäring på frågan om prisdifferentiering.

Detta promemorians avslutande kapitel kommer att peka på en rad förutsättningar som skulle möjliggöra för Kommuninvest att i större utsträckning kunna fullfölja sin vision om att vara ett finansieringsinstitut som ger nytta till alla sina medlemmar. Föresatsen har varit att medlemmen ska få det lättare även om det innebär att bolaget får det svårare. Vissa av förutsättningarna ligger inom bolagets eget mandat, medan andra kräver medlemmarnas ställningstagande.

I en medlämsägd organisation som vilar på grundprinciperna solidaritet och likabehandling är prisdifferentiering problematiskt. En övergripande strävan bör således alltid vara att upp- och utlåningsverksamheten ska vara så effektiv att den i alla lägen – och med likvärdiga villkor för alla medlemmar – utgör det förmånligaste alternativet.

Det faktum att bolaget i dagsläget inte har möjlighet att vara det mest förmånliga alternativet för alla sina medlemmar, i kombination med att en större marknadsandel på sikt skulle gagna alla medlemmar, gör dock att det även fortsatt finns skäl att tillåta en viss begränsad möjlighet till prisdifferentiering. Det finns dock inget skäl att utöka detta mandat, varför det ur detta perspektiv ej finns et behov att ändra lydelsen i ägardirektivet.

Det är i dagsläget svårt för kunden att värdera den utlåning som görs via medlemsorganisationen. Detta till följd av att utlåningspriset innefattar ett påslag som ska skydda bolagets resultat från negativa realiserade marknadsvärdesförändringar, som på lång sikt kommer medlemmarna till godo, men som på kort sikt är svår att förutse värdet av. Genom att minska detta påslag skulle medlemmens beslutssituation bli enklare, samtidigt som Kommuninvests konkurrenskraft skulle stärkas. En minskning i påslaget skulle potentiellt kräva en ändring i ägardirektivets lydelse om riktlinjer för bolagets resultat.

Sammanfattningsvis föreslås följande åtgärder:

- Ingen ändring av ägardirektivets nuvarande skrivning om prisdifferenser, vilket innebär att bolaget även framöver ska kunna medge fortsatta begränsade prisskillnader vid uppkomna marknadssituationer; till exempel konkurrens med medlemmars egna marknadsprogram, konkurrenters priskampanjer på vissa geografiska marknader, vilja att låna hållbart samt behov av en ökad lånevolym.
- Ett förändrat sätt att hantera IFRS skulle möjliggöra prissänkningar. IFRS innebär bland annat att delar av bolagets balansräkning ska marknadsvärderas vid balansdagstillfället. Utredningen visar att bolaget i sin prissättning tar höjd för förluster som med en mycket liten sannolikhet borde kunna inträffa. Eftersom Kommuninvest normalt håller tillgångar och skulder till förfall återförs denna buffert i slutänden till medlemmarna i form av återbäring. Genom en förändrad hantering av IFRS skulle lånekostnaden gentemot kund sjunka väsentligt. Ett sätt att beskriva förändringen är att prissättningen är rätt från början istället för att ett högre kostnadspåslag kommer medlemmarna till del längre fram i form av återbäring. Som en följd av ändringen blir förstås återbäringen också lägre. Den förändrade hanteringen av IFRS kan dock komma att resultera i negativa resultat. Ska den verkställas krävs därför en ändring i föreningsstyrelsens nuvarande ägardirektiv. En förändrad hantering av IFRS kommer att bidra till ett mer attraktivt krediterbjudande för alla medlemmar. Bedömningen är att investerare och kreditvärderingsinstitut

inte skulle ha några problem med Kommuninvests ändrade redovisning eftersom eventuell förlust enbart är en redovisningsteknisk förlust som i praktiken, på lång sikt, kan förväntas vara noll.

- Hela verksamheten vid Kommuninvest måste mer systematiskt utgå från effektivitet och nytänkande, bl.a. genom digitalisering så att de operativa kostnaderna hålls nere. Detta ska ske utan att stora risker tas. I effektiviseringsarbetet ingår ett förbättrat ALM-arbete (*Asset and Liability Management*), vilket innebär en bättre och mer effektiv matchning mellan inlåning och utlåning, vilket ger möjligheter att sänka kostnaderna.

### Bedömd konkurrens effekt

Ett förändrat synsätt på tillämpningen av IFRS samt förbättrad ALM kan resultera i en pris-sänkning på cirka 15 räntepunkter. Tidsperspektivet för full effekt av förbättrad ALM bedöms till 3–5 år. En ändring av IFRS kommer att slå igenom succesivt under ca 3 år i takt med att lånen med nuvarande prissättningsmodell löper ut. Den successiva förändringen möjliggör justeringar av den förändrade modellen i händelse av att oförutsedda behov skulle uppstå. Ytterligare utrymme för sänkningar av lånekostnaderna ska kunna skapas utifrån kraven på verksamhetens effektivitet.