



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Magisteruppsats
i finansiering.
Höstterminen 2006

Premier på fastighetsportföljer

Handledare: Göran Anderson

Författare: Oscar Anchér
Kalle Grewin
Henrik Jacobson

Sammanfattning

Titel:	Premier på fastighetsportföljer
Seminariedatum:	Torsdagen den 18:e januari
Ämne/Kurs:	FEK 591, Magisteruppsats, 10 poäng
Författare:	Oscar Anchér, Kalle Grewin och Henrik Jacobson
Handledare:	Göran Andersson
Nyckelord:	Fastighetsportfölj, Premie/Rabatt, Arbitrage, Transaktionskostnader, Konjunktur.
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att undersöka vilka motiv som ligger till grund för att betala en premie för fastighetsportföljer. Vi ämnar också se till vilka faktorer som påverkar utvecklingen av premier.
Metod:	Med anledning av att de data vi samlar in huvudsakligen kommer från intervjuer med olika aktörer på den svenska fastighetsmarknaden använder vi oss av en induktiv metod. Det vill säga vi samlar in data som vi sedan behandlar med teorier och modeller. Vi kommer i denna uppsats använda oss av en kvalitativ metod. Denna metod innebär en lägre formaliseringsgrad där syftet är att samla in information för att få en djupare förståelse för det problem vi studerar.
Teoretiska perspektiv:	Portföljteori, transaktionskostnadsteori samt teori om stordriftsfördelar, arbitrage och ekonomisk konjunktur.
Empiri:	Här presenterar vi data som framkommit utifrån de teman vi valt att arbeta med under de intervjuer vi genomfört. I huvudsak diskuteras orsaker till uppkomst av premier där ökad efterfrågan på fastighetsportföljer och nya aktörer på fastighetsmarknaden spelar en central roll. Riskspridning och minskade transaktionskostnader är också två fenomen som tas upp. Även premiens storlek och svårigheterna med att mäta denna diskuteras i detta avsnitt.
Slutsats:	Genom våra intervjuer kan vi urskilja vissa avgörande faktorer som ger upphov till portföljpremiens existens. Faktorerna utgör komponenter i efterfrågan på fastighetsportföljer. Dessa faktorer är: Diversifieringsvärdet, det vill säga det värde en köpare är villig att betala för den kompetens det krävs att konstruera en effektivt diversifierad portfölj. De synergieffekter en köpare är villig att betala för i en väl sammansatt portfölj. De stordriftsfördelar som uppstår vid förvärv av en fastighetsportfölj. Värdet av att undvika de transaktionskostnader som uppstår vid förvärv av enskilda fastigheter samt värdet av att komma åt ett större bestånd på kort tid.

Abstract

Title:	Premium on real estate portfolios
Seminar date:	Thursday January 18 th
Course:	FEK 591, Master thesis, 10 credits
Authors:	Oscar Anchér, Kalle Grewin and Henrik Jacobson
Advisor:	Göran Andersson
Key words:	Real estate portfolios, Premium/Discount, Arbitrage, Transactions costs, economic climate.
Purpose:	The purpose of this thesis is to determine the motives for the premium on real estate portfolios. We also aim to explore what factors that effect the development of premiums on real estate portfolios.
Methodology:	Our main source of data comes from interviews with different actors on the Swedish real estate market. Therefore we use an inductive research method, that is, we collect data which we later on apply theories and models. During interviewing, we use a qualitative method where we collect data to achieve a deeper understanding of the phenomena.
Theoretical perspectives:	Portfolio theory, Transaction cost theory, arbitrage theory, theory on economies of scale and theory on economic climate.
Empirical foundation:	In this chapter we present data in order of different themes we have chosen to work with during the interviews. Mainly we discuss reasons for premiums on real estate portfolios, where an increase in demand for such portfolios and new actors on the Swedish market plays an important part. Diversification and reduced transaction costs and the determination of the size of the premium and the difficulties in measuring this are also discussed.
Conclusions:	Through the interviews we can determine different significant factors causing the existence of premium on real estate portfolios. These factors constitute the demand on these portfolios. The factors are: The value of diversification, synergies, economies of scale and the value of reducing transaction costs.

Innehållsförteckning

<i>Inledning</i>	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Frågeställning	3
1.4 Syfte	3
1.5 Målgrupp	4
1.6 Avgränsning	4
1.7 Begreppsdefinition	4
1.7.1 Fastighetsportfölj	4
1.7.2 Premie/Rabatt	5
1.7.3 Trend	5
1.7.4 Synergieffekt	5
1.7.5 Fee-drivna köpare	5
<i>Metod</i>	6
2.1 Val av ämne	6
2.2 Undersökningsmetod och vetenskapligt angreppssätt	6
2.3 Intervjuer	7
2.4 Intervjuprocessen	8
2.5 Intervjuobjekt	9
2.5.1 Kreditgivare	9
2.5.2 Fastighetsbolag	9
2.5.3 Fastighetskonsulter	10
2.5.4 Fonder	10
2.5.5 Värderingsbolag	10
2.6 Handgripligt angreppssätt	11
2.6.1 Primärdata	11
2.6.2 Sekundärdata	11
2.6.3 Validitet och reliabilitet	12
2.7 Källkritik	13
2.7.1 Kritik av primärdata	13
2.7.2 Kritik av sekundärdata	14
<i>Praktisk referensram</i>	15
3.1 Historisk överblick över den svenska fastighetsmarknaden	15
3.1.1 Fastighetskrisen	15
3.1.2 Fastighetsmarknaden mellan 1996 och 2005	16
3.2 Hur ser fastighetsmarknaden ut idag?	19
3.3 Marknadens aktörer	19
3.4 Värdering av fastigheter och direktavkastningskrav	20

<i>Teoretisk referensram</i>	22
4.1 Portföljteori	22
4.2 APT – Arbitrage Pricing Theory	24
4.3 Konjunkturen	24
4.4 Transaktionskostnadsteori	26
4.5 Stordriftsfördelar	27
<i>Empiri</i>	28
5.1 Orsaker till uppkomst av premie	28
5.1.1 Orsaker till ökad efterfrågan på portföljer	28
5.1.2 Nya aktörers inverkan på premien	31
5.1.3 Övriga aspekter	32
5.2 Sammanfattning	35
<i>Analys</i>	36
6.1 Premiens storlek och komponenter	36
6.2 Arbitragemöjligheter?	37
6.3 Bakomliggande kostnader	37
6.4 Diversifiering och synergieffekter	38
6.5 Varför komma över ett stort fastighetsbestånd snabbt?	39
6.6 Hur påverkar efterfrågan premien?	39
<i>Slutdiskussion</i>	41
7.1 Forskningsfrågan besvaras	41
7.2 Studiens praktiska bidrag	42
7.3 Studiens teoretiska bidrag	42
7.4 Reflektioner studiens slutsatser	43
<i>Källförteckning</i>	44
8.1 Vetenskapliga publikationer	44
8.2 Litteratur	44
8.3 Fackliga rapporter	46
8.4 Elektroniska källor	46
8.5 Muntliga Källor	47

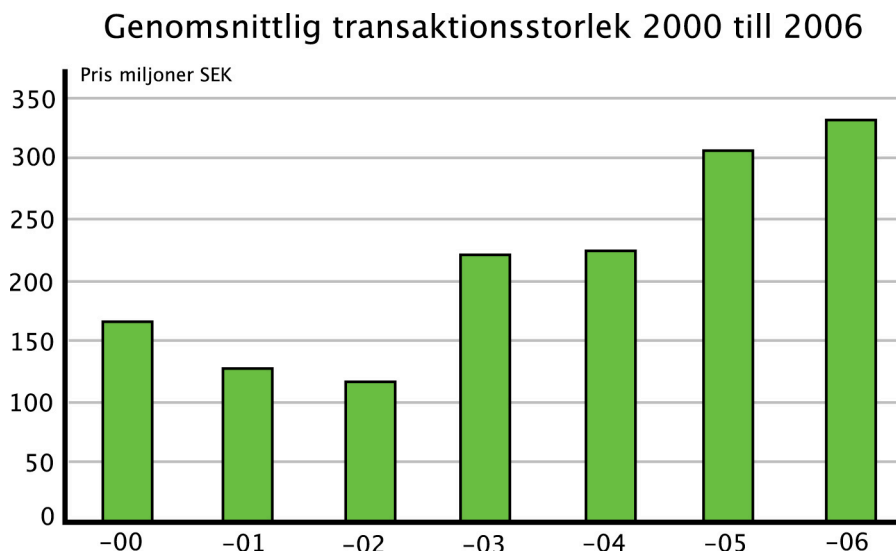
KAPITEL 1

Inledning

I detta inledande kapitel presenterar vi en bakgrund för att läsaren ska bli insatt i ämnet. Vidare så redogör vi för problemets karaktär samt vilken forskningsfråga vi vill besvara. Syftet klargörs. Avslutningsvis behandlas för vilken målgrupp uppsatsen är ämnad samt hur vi avgränsat studien.

1.1 Bakgrund

Den svenska fastighetsmarknaden är idag glödhet. Den totala transaktionsvolymen beräknas bli 160 miljarder under år 2006. En ökning med cirka 30 procent sedan 2005.¹ Denna ökning beror bland annat på att den genomsnittliga transaktionen idag är större än för några år sedan. Idag ligger en fastighetsaffär i genomsnitt på cirka 300 miljoner. Detta kan jämföras med cirka 170 miljoner år 2000.² Denna trend visar att investerare idag efterfrågar större affärer. Men även att många aktörer har en fortsatt stark tro på framtida vinster inom fastighetsbranschen.



Figur 1.1, Genomsnittlig transaktionsstorlek 2000 till 2006. Källa: Leimdörfer, 1:2006, Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen.

¹ www.dagensnyheter.se Svenska fastigheter brett byte för utländska investerare.

² Leimdörfer, 1:2006, Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen.

Då man som investerare ska bygga upp ett fastighetsbestånd har man två alternativ. Antingen förvärvar man enskilda fastigheter och bildar en egen fastighetsportfölj eller så förvärvar man en färdig portfölj sammansatt av ett annat bolag. På senare år har det blivit allt vanligare med det senare alternativet, att man köper färdiga portföljer. Priset på en portfölj, jämfört med det sammanlagda värdet på de enskilda fastigheterna, varierar beroende på flera olika faktorer. I vissa tider förekommer det en rabatt på portföljen vilket innebär att priset är lägre än värdet av de enskilda fastigheterna sammanslaget. Så var fallet till exempel under 1990-talet. Den situation som råder idag är dock det motsatta, en investerare är beredd att betala mer, en premie, för att erhålla en hel portfölj. Man är med andra ord villig att betala mer än marknadspriset på de enskilda fastigheterna som ingår i portföljen.

1.2 Problemdiskussion

Portföljpremier är idag ett erkänt fenomen i fastighetsbranschen. Företag som äger fastigheter är medvetna om att de kan ta ut ett högre pris för en portfölj än för enskilda fastigheterna var för sig. Vad är anledningen till denna utveckling och hur har den påverkat, eller påverkats av, den värdeökning vi sett på fastighetsmarknaden de senaste åren? Denna premie uppkommer sannolikt av en ökad efterfrågan på fastigheter men vad är det som driver denna utveckling? Den totala transaktionsvolymen har ökat drastiskt de senaste åren och den svenska marknaden är idag mycket populär bland utländska investerare. De står idag för ungefär hälften av den totala transaktionsvolymen.³ Vad är det som lockar investerare att köpa fastigheter i Sverige och varför är denna placering ett så attraktivt alternativ? Enligt en rapport från fastighetskonsultbolaget Leimdörfer har utländska investerare även blivit aktiva på säljsidan. Vad händer på den svenska marknaden om dessa aktörer väljer att ta hem sina vinster och investera detta kapital i andra länder då de svenska direktavkastningskraven hamnar på europeiska nivåer?

Då fastigheter säljs med en premie betalar man mer än det totala värdet av fastigheterna var för sig. Alla företag är idag tvingade att följa regler angående redovisning och hur företagets tillgångar värderas i balansräkningen. Fastighetsbolag genomför en värdering av sitt fastighetsbestånd två till fyra gånger på år.

³ www.dagensnyheter.se Svenska fastigheter brett byte för utländska investerare.

De nya IFRS reglerna säger att ett fastighetsbolag måste värdera sina fastigheter till sitt verkliga värde. Man måste således värdera alla fastigheter var för sig och inte som en portfölj i balansräkningen.⁴

Vad händer då när man köper en portfölj för en summa som överstiger värdet av de enskilda fastigheterna var för sig? Om man inte kan förädla fastigheterna innan det är dags för värdering kommer man sannolikt att behöva skriva ner värdet på fastigheterna. Eller är det så att man tar hänsyn till denna premie då man värderar sina fastigheter? Om så är fallet får man då det verkliga värdet? Slår man ut en portföljpremie på enskilda fastigheter borde detta värde överstiga det verkliga värdet.

1.3 Frågeställning

Vad motiverar uppkomst av premie på fastighetsportföljer och vad finns det för faktorer som påverkar denna?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka vilka motiv som ligger till grund för att betala en premie för fastighetsportföljer, samt undersöka vilka faktorer som påverkar utvecklingen av premier och rabatter.

⁴ www.pwc.com *Fastighetsbolagen påverkas IFRS.*

1.5 Målgrupp

Målgruppen för denna uppsats är främst studenter inom företagsekonomi. Uppsatsen kan även vara till hjälp för intressenter inom fastighetsbranschen. Vi förutsätter att läsaren har en förståelse för grundläggande ekonomisk teori samt viss inblick i fastighetsbranschen.

1.6 Avgränsning

Vi har valt att avgränsa denna studie med hänseende till följande parametrar:

- Studien är avgränsad till fastighetsmarknaden i Sverige.
- De aktörer vi valt att studera är avgränsade till svenska aktörer.
- De aktörer vi avgränsat oss till är de som står för en majoritet av transaktionsvolymen på marknaden.
- Tidsmässigt avgränsas studien i allmänhet till tiden efter fastighetskrisen och i synnerhet till de senaste fyra till fem åren.

1.7 Begreppsdefinition

1.7.1 Fastighetsportfölj

En sammansättning av enskilda fastigheter bildar tillsammans en portfölj. Sammansättningen på en portfölj kan se olika ut från fall till fall. Vissa portföljer är specialiserade inom till exempel geografi eller typ av fastigheter medan andra portföljer inte följer någon speciell specialisering. Det är vanligt att en portfölj är registrerad som ett dotterbolag till ett större fastighetsbolag. Vid köp av en sådan portfölj blir det således tal om ett bolagsförvärv.

1.7.2 Premie/Rabatt

En premie definieras som det överpris en köpare är beredd att betala för att erhålla en portfölj av fastigheter kontra att köpa fastigheterna var för sig. En rabatt är således motsatsen, den skillnad som uppstår då man betalar ett lägre pris för en portfölj jämfört med de enskilda fastigheterna som ingår i portföljen. Alla dessa priser baseras på marknaden vilket innebär att det är praktiskt taget omöjligt att räkna fram en exakt premie eller rabatt. Detta på grund av att man inte vet det exakta marknadspriset på de enskilda fastigheterna som ingår i en portfölj.

1.7.3 Trend

Definieras som utvecklingen av en variabel på lång sikt.

1.7.4 Synergieffekt

Synergieffekt uppstår när en process eller handling ger ett resultat där summan blir mer än värdet av delarna i sig.⁵

1.7.5 Fee-drivna köpare

Investerare som tar ut en avgift för att erbjuda kunder möjligheten att indirekt investera i fastigheter har incitament att förvärva stora bestånd.⁶

⁵ Ansoff, I., *Praktisk företagsstrategi: Taktik för tillväxt och expansion*

⁶ Leimdörfer, *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen*

KAPITEL 2

Metod

I detta kapitel presenterar vi vår metod och arbetsgång. Vi redogör för hur vi valt vårt ämne samt en presentation av intervjuobjekten. Vidare diskuterar vi datainsamlingsprocessen och hur vi kritiskt granskat dessa data.

2.1 Val av ämne

Fenomenet med premier och rabatter är numera accepterat av de flesta aktörer i branschen idag och vi har märkt ett stort intresse för ämnet från våra respondenter. Då premier uppstår påverkas marknadsaktörer. Nya mindre aktörer som försöker slå sig in på fastighetsmarknaden kan komma att missgynnas i och med att priserna höjs. För att kunna konkurrera med de etablerade bolagen måste man snabbt komma upp i volym, vilket kräver ett stort kapital. En liten aktör kan lätt bli överkörd av till exempel utländska investerare som har relativt sett mer kapital bakom sig. Därmed har de råd att betala lite mer för att erhålla en hel portfölj. När det blir lönsamt att köpa enskilda fastigheter i syfte att sätta samman portföljer med högre totalvärde kan man tänka sig att även intresset för de enskilda fastigheterna bör stiga. Forskningen på detta område är begränsad. Vi har inte hittat några relevanta vetenskapliga rapporter som behandlar detta område. De studier som gjorts tidigare är endast i form av tidningsartiklar och fackliga rapporter.

2.2 Undersökningsmetod och vetenskapligt angreppssätt

Vid genomförandet av en vetenskaplig rapport finns det två huvudsakliga undersökningsmetoder, induktiv metod eller deduktiv metod. Med anledning av att de data vi samlar in huvudsakligen kommer från intervjuer med olika aktörer på den svenska fastighetsmarknaden kommer vi att använda oss av en induktiv metod. En annan anledning till detta val är att vi vill upptäcka vissa fenomen och inte utgå från en viss teori.

Induktiv metod innebär att man samlar in en mängd data som man sedan behandlar med teorier och modeller.⁷ Vi samlar med andra ord in data som vi senare applicerar teori på.

Inom samhällsvetenskapen skiljer man mellan två metodiska angreppssätt, kvalitativ och kvantitativ metod. Skillnaden mellan dessa ter sig i hur man använder sig av statistik och siffror.⁸ Är informationen i form av hårddata, använder man en kvantitativ metod. Då man använder en kvalitativ metod analyserar man istället mjukdata. Vi kommer i denna uppsats använda oss av den kvalitativa metoden. Denna metod innebär en lägre formaliseringsgrad där syftet är att samla in information för att få en djupare förståelse för det problem vi studerar.⁹

Detta val stärks av att våra studieobjekt dessutom är tänkande och handlande personer.¹⁰ Fördelarna med denna metod är den visar en helhetsbild som möjliggör förståelse för olika sociala sammanhang. En kvalitativ metod är dessutom mer flexibel och man har då större möjlighet att ändra undersökningens upplägg under genomförandet. Vad gäller datainsamlingen lämpar sig en kvalitativ metod väl för vår uppsats med anledning av att vi genomför intervjuer. Då vi vill skapa oss en bild av fastighetsmarknaden är det viktigt att våra informationskällor har stor frihet att redogöra för sina uppfattningar.¹¹

2.3 Intervjuer

Det finns två tillvägagångssätt då man genomför intervjuer. Antingen genomför man strukturerade intervjuer vilket innebär att man följer ett i förväg formulerat frågeformulär eller så genomför man kvalitativa intervjuer vilket innebär att man låter respondenten svara fritt. Intervjun kan då röra sig i olika riktningar som grundar sig på den intervjuade personens tolkningar och värderingar. Man behöver med denna intervjumetod inte ha ett strikt frågeformulär utan eventuella följdfrågor kan ställas under intervjuens gång.¹²

⁷ Holme & Solvang, "Forskningsmetodik"

⁸ Holme & Solvang, "Forskningsmetodik"

⁹ Holme & Solvang, "Forskningsmetodik"

¹⁰ Holter, H. & Kalleberg, R.: "Kvalitative metoder i samfunnsforskning"

¹¹ Holme & Solvang, "Forskningsmetodik"

¹² Bryman, A. "Samhällsvetenskapliga metoder"

Vi har valt att utföra kvalitativa intervjuer då vi anser att detta passar bra till vår kvalitativa metod. Intervjuerna har utformats med hjälp av en semistrukturerad metod. Denna metod är mer flexibel än den kvantitativa metod men man har ändå ett antal i förväg bestämda teman som man vill diskutera. Man kan under intervjusituationen ställa eventuella fölfrågor samtidigt som respondenten får fritt spelrum att tolka och svara på frågorna.¹³

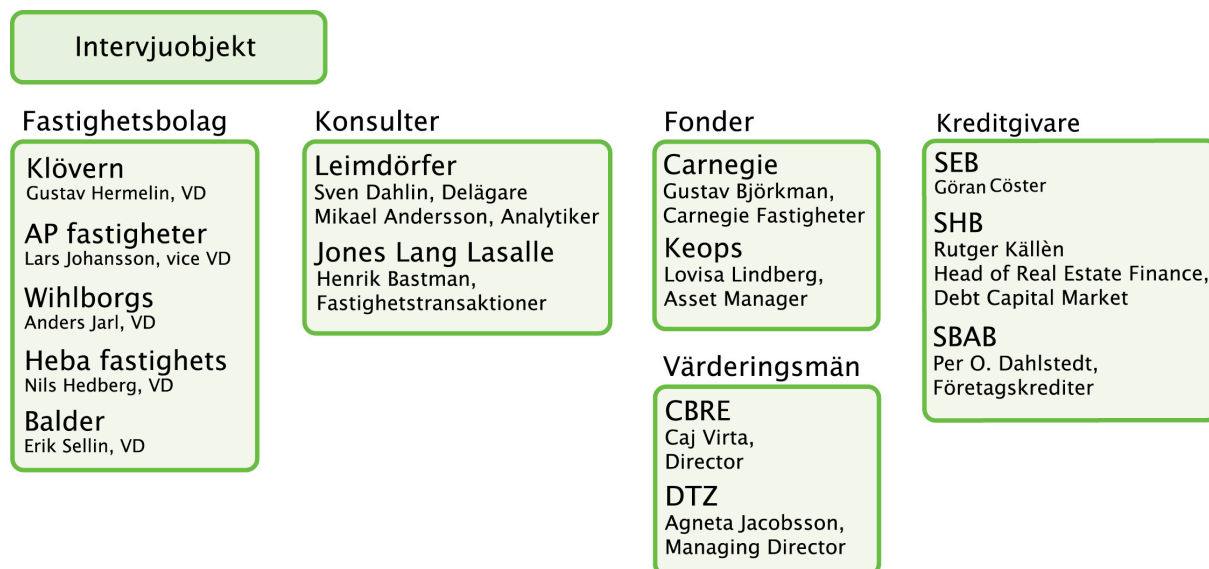
2.4 Intervjuprocessen

För att komma fram till en frågeställning och ett syfte genomförde vi redan på ett tidigt stadium intervjuer med ett antal aktörer på fastighetsbranschen. Genom att ta kontakt med SBAB, Leimdörfer, Fastighetsvärlden och Svenskt Fastighetsindex kunde vi bilda oss en grundläggande uppfattning om hur branschen såg på fenomenet portföljpremie. Dessa samtal gav oss dessutom den grundläggande kunskap som var nödvändig för vårt fortsatta arbete. Efter denna inledande process insåg vi att många av våra tidiga mål inte var genomförbara. Samtalen gav dock nya infallsvinklar och vi kunde utifrån dessa komma fram till det definitiva syftet med denna uppsats.

Efterföljande arbete bestod i att identifiera intressanta intervjupersoner. Målet med våra intervjuer var att få så många infallsvinklar som möjligt från personer med olika inriktning i fastighetsbranschen. Personerna vi har intervjuat är aktiva inom kreditinstitut, fastighetsbolag, konsultbolag och fastighetsfonder samt värderingsbolag. Kontakten har inletts via E-post där vi skrivit en kortare presentation av oss själva samt vårt syfte med uppsatsen, även förslag på tid för intervju har skett via E-post. I början av varje intervju har vi frågat respondenten om det finns möjlighet att spela in intervjun. Detta har varit mycket viktigt för att kunna analysera intervjun i efterhand. I och med inspelningen har även alla gruppmedlemmar kunnat ta del av informationen.

¹³ Bryman, A. "*Sambällsvetenskapliga metoder*"

2.5 Intervjuobjekt



Figur 2.1, Intervjuobjekt

2.5.1 Kreditgivare

För att få en inblick i hur en bank arbetar vid en fastighetsaffär har vi valt att intervjua två storbanker, SEB och Handelsbanken samt ett kreditinstitut, SBAB. Dessa intervjuer ger oss förståelse för hur en kreditgivare värderar fastighetsbolag och vilka faktorer som är avgörande i värderingen. I och med att en kreditgivare tar större hänsyn till olika risker blir deras värdering ofta lägre än värderingsmännens värdering. Med anledning av detta är det intressant att se hur kreditgivarna ser till utvecklingen av portföljpremier och hur dessa tas med i värderingen.

2.5.2 Fastighetsbolag

För att finna ett svar på vår frågeställning är det mycket viktigt att vi genomför intervjuer med ett antal fastighetsbolag. Vi har valt bolag som vi tycker kompletterar varandra genom till exempel storlek och nisch. Detta är viktigt då vi vill ha så många aspekter som möjligt.

Vi har till största möjliga mån försökt få intervjuer med personer i höga ställningar då vi anser att dessa personer borde ha bäst insyn i företagets olika delar och beslut. Viktiga frågor till dessa personer är bland andra vilken syn det har på portföljpremier och vilka faktorer som ligger till grund för att betala en pris som ligger över det totala priset för de enskilda fastigheterna. Vilka portföljer är värda ett lägre avkastningskrav och hur ändras denna inställning vid olika förändringar i makromiljön, är andra viktiga frågor vi vill ha svar på.

2.5.3 Fastighetskonsulter

Fastighetskonsulter har ofta ett stort inflytande i olika frågor vid ett fastighetsköp. Dessa personer besitter erfarenhet och stor kunskap om marknaden och är därför mycket värdefulla för vår uppsats. En fastighetskonsult är inte direkt bunden till ett fastighetsbolag och kan därför svara mer objektivt på frågor om portföljpremier.

2.5.4 Fonder

Fonder står för en stor andel av fastighetstransaktionerna i Sverige idag. Det har på senare år uppkommit ett flertal fonder som handlar med fastigheter och dess utveckling har varit mycket god. I och med att dessa fonder är en stor aktör på marknaden är de mycket intressanta att intervjua. Fastighetsfonderna har också varit mycket aktiva på senare år och vuxit i storlek.

2.5.5 Värderingsbolag

Värderingsbolag anlitas frekvent av olika aktörer i fastighetsbranschen. De anlitas dels av köpare och säljare men också av kreditgivare. Värderingsmännen gör en oberoende värdering av beståndet, dels vid eventuell transaktion, dels på grund av redovisningsregler. Värderingsmän har inblick i fastighetsbranschens dynamik och är därför värdefulla för vår studie.

2.6 Handgripligt angreppssätt

2.6.1 Primärdata

De primärdata vi anskaffat oss till denna studie är i form av kvalitativa intervjuer. Intervjuerna har genomförts med respondenter ur olika kategorier. I valet av våra primärdata har vi beaktat vissa faktorer som motiverar att urvalet är representativt. Den enskilt avgörande faktorn är att respondenternas sammanlagda transaktionsvolym står för majoriteten i Sverige. Vidare finns det ett begränsat antal aktörer på marknaden. Utav dessa har de mest representativa valts ut.

2.6.2 Sekundärdata

Vi har dels sökt efter äldre uppsatser som behandlar fastighetsmarknaden. I och med att vårt ämne inte tidigare behandlats har vi främst sökt efter användbara teorier i dessa uppsatser. Vi har dels sökt uppsatser skrivna vid Lunds Universitet men även uppsatser som är skrivna vid Institutionen för Infrastruktur, Bygg- och fastighetsekonomi vid Kungliga tekniska Högskolan i Stockholm.

Fastighetsmarknaden är ett populärt investeringsalternativ idag och det skrivs mycket om detta område i olika tidskrifter. Vi har därför kunnat ta del av ett antal artiklar vilka har givit oss förståelse för hur marknaden ser ut. Vissa av artiklarna har vi använt för att ge oss förförståelse i ämnet. Vidare har vi läst ett antal fackrapporter, främst från fastighetskonsultbolaget Leimdorfer. Tidigare i år skrev Leimdorfer en rapport om just portföljpremier. I övrigt har fackrapporter har varit till stor hjälp för att få en bättre förståelse över detta fenomen.

Vi har vidare använt oss av akademisk litteratur för att kunna koppla ihop teori och empiri. I och med att vårt ämne är relativt outforskat har vi inte hittat någon relevant information direkt kopplat till portföljpremier. Denna litteratur har bland annat endast givit oss information om relevanta teorier.

2.6.3 Validitet och reliabilitet

Vid insamlandet av information är det mycket viktigt att granska denna på ett kritiskt sätt. Man måste avgöra om informationen är valid, reliabel och relevant.¹⁴ Att se till om sina inhämtade data är valida innebär att man studerar dess giltighet. Då man skriver en kvalitativ rapport måste man ställa sig frågan om man har tolkat resultaten rätt och man måste noga bestämma hur man ska agera under intervjuerna. Om man inte tar hänsyn till detta riskerar man att få information som har en låg validitet. Det är viktigt att man i frågeställningen har klart för sig vad man ska mäta då detta i hög grad påverkar validiteten.¹⁵

Att ha information med hög pålitlighet spelar ingen roll om informationen mäter något annat än det vi vill undersöka. Detta har vi varit noggranna med då vi samlat in och tolkat våra data. När man ser till informationens reliabilitet ser man till dess pålitlighet. Denna aspekt är inte lika central i kvalitativa undersökningar på grund av att syftet är att ge förståelse för vissa faktorer.¹⁶ Hög reliabilitet erhålls till exempel om man får likartade svar från flera olika respondenter. För att öka reliabiliteten har vi ställt vissa frågor till alla intervjuobjekt för att på så vis kunna fastställa resultat på ett mer pålitligt sätt. Det är viktigt att även se till informationens relevans. Då vi genomför djupintervjuer finns det risk att vi får mer information än nödvändigt. Den information vi inte behöver för att uppnå vårt syfte är inte relevant för vår uppsats.

¹⁴ Eriksson & Wiedersheim-Paul, ”Att utreda, forska och rapportera”

¹⁵ Holme & Solvang, ”Forskningsmetodik”

¹⁶ Holme & Solvang, ”Forskningsmetodik”

2.7 Källkritik

2.7.1 Kritik av primärdata

Vi har noga granskat våra primärdata då vi gör en undersökning som är beroende av intervjuer. Det är viktigt att se till hur objektiv respondenten är. Vad har respondenten för förhållande till vårt ämne och vad har respondenten för intressen? I vårt fall kan man till exempel tänka sig att fastighetsbolagen kan försköna sin egen situation. Vissa vill kanske inte erkänna att man har betalat en premie. De värderingsmän vi talat med vill inte gå ut med att de har värderat en portfölj med en premie på grund av sitt framtida rykte och förhandlingsposition. Detta måste man ta i beaktning. Som författare måste vi hela tiden försöka få fram objektiviteten samtidigt som vill ha fram de olika personernas åsikter.

Att göra en kvalitativ undersökning medför att man har en hög grad av flexibilitet. Detta är positivt i den bemärkelsen att man kan ändra upplägget under arbetets gång. Detta kan dock även föra med sig negativa effekter. Under de inledande intervjuerna hade vi sämre kunskap om vårt ämne vilket förde med sig vissa missuppfattningar. Ju mer kunskap vi erhöll desto mer information kunde vi få ut av intervjuerna. Den sista intervjun gav till exempel mer information än den första på grund av att vi då hade mer kunskap om ämnet. Med anledning av detta är det svårt att jämföra de inledande intervjuerna med de sista.¹⁷ Ett alternativ skulle vara att utesluta de inledande intervjuerna men på grund av att antalet aktörer på marknaden är mycket begränsade har vi ändå tagit med dessa i vår studie. Då man genomför intervjuer finns det risk för att det uppstår en oönskad relation mellan respondenten och intervjuaren, den så kallade intervjuareffekten.¹⁸ Genom att vara så objektiva som möjligt har vi i största möjligaste mån försökt undvika denna effekt. Det finns vidare risk för att respondenten svarar i intervjuarens intresse. Denna risk har vi tagit i beaktning men anser att den inte påverkat resultatet märkbart.

För att inte missa viktiga aspekter har vi bett om att få spela in våra intervjuer. Detta varit mycket givande då vi har kunnat lyssna på intervjuerna i efterhand. Detta kan dock ha påverkat resultatet med anledning av att respondenten kan känna sig stressad i samband med inspelningen.

¹⁷ Holme & Solvang, "Forskningsmetodik"

¹⁸ Svenning, C., "Metodboken"

2.7.2 Kritik av sekundärdata

Då denna uppsats till största del är uppbyggd kring intervjuer är mängden sekundärdata begränsad. Det är dock viktigt att granska dessa data. De artiklar vi använt uppfyller kriteriet för samtidskrav. Alla artiklar vi använt oss av är skrivna under de senaste åren och är därför aktuella. Även de fackrapporter vi studerat är aktuella och är skrivna under de senaste åren. Vi anser vidare att dessa sekundärdata har stor relevans för vårt ämne.

Information hämtad från Internet kan vara svår att granska på grund av att dess tillförlitlighet och dess korrekthet ibland kan vara begränsad. Vi anser dock att de artiklar vi använt oss av är aktuella och publicerade av fackliga eller statliga organisationer. Ett annat problem med sekundärdata är det faktum att de är skrivna i ett annat syfte än vår uppsats. Informationen kan därför vara subjektiv på grund av att den är skriven av en annan författare. Även detta har vi tagit i beaktning då vi granskat våra sekundärdata.

KAPITEL 3

Praktisk referensram

I detta kapitel ämnar vi att ge en bild av hur relevant fakta kring ämnesområdet förhåller sig. Detta för att läsaren skall få en mer övergripande helhetsyn.

3.1 Historisk överblick över den svenska fastighetsmarknaden

3.1.1 Fastighetskrisen

Mellan åren 1990 och 1993 drabbades Sverige av finanskris. Det är den värsta finanskrisen sedan år 1921. BNP rasade med totalt 6 %, räntor chockhöjdes och till följd försattes mängder av bolag i konkurs och bankerna gjorde stora förluster.

När räntorna höjdes i högre takt än bostadshyrorna gick många av de högt belånade fastighetsbolagen omkull. Detta resulterade i att många av finansbolagen som stod bakom fastighetsbolagen fick läggas ner på grund av uteblivna räntebetalningar. Den stora smällen drabbade dock bankerna som lånat ut pengar med fastigheter som säkerhet. Då värdet på fastigheterna sjönk drastiskt saknade man tillräckliga säkerheter. I och med fastighetsbolagens ekonomiska situation kunde de heller inte betala tillbaka lånen. Denna kedjereaktion kostade det svenska banksystemet 175 miljarder kronor. Detta ledde till stort fall i bostadsbyggandet och kraftigt stigande arbetslöshet.¹⁹

Jaffee M. Dwight²⁰ delar in perioden 1980 till början av 1990-talet i tre perioder. Förhållandena under första hälften av 1980-talet beskrivs som dåliga, andra hälften som förbättrade och återigen dåliga under början av 1990-talet. Första hälften av 1980-talet kännetecknas av låg BNP-tillväxt, höga realräntor på grund av fastighets- och konsumentprisinflation, reglerad fastighetsmarknad och höga skattesatser för ränteavdrag. Under andra hälften av 1980-talet stabiliserades BNP-tillväxten, räntorna sjönk, kreditmarknaderna avreglerades och skattesatserna sjönk.

¹⁹ Sandberg et al., "Vad kan vi lära oss av fastighetskrisen"

²⁰ Dwight M. Jaffee, "Den svenska fastighetskrisen"

Under 1990-talets början kunde vi se att det vände igen och BNP-tillväxten sjönk och räntorna steg. Skattesatserna för ränteavdrag fortsatte dock att sjunka.

Devalveringarna som utfördes mellan 1973 och 1982 sägs vara en starkt bidragande faktor till det ekonomiska läget som infann sig. Förväntningar om kommande devalveringar avskräckte investerare som valde att ta hem sina pengar och placera dem utomlands. Inte ens Riksbankens enorma räntehöjning till 500 % kunde upprätthålla efterfrågan på den svenska växelkursen.

1992 infördes flytande växelkurs och inflationen stabiliserades och nådde nivån 2,6 %.

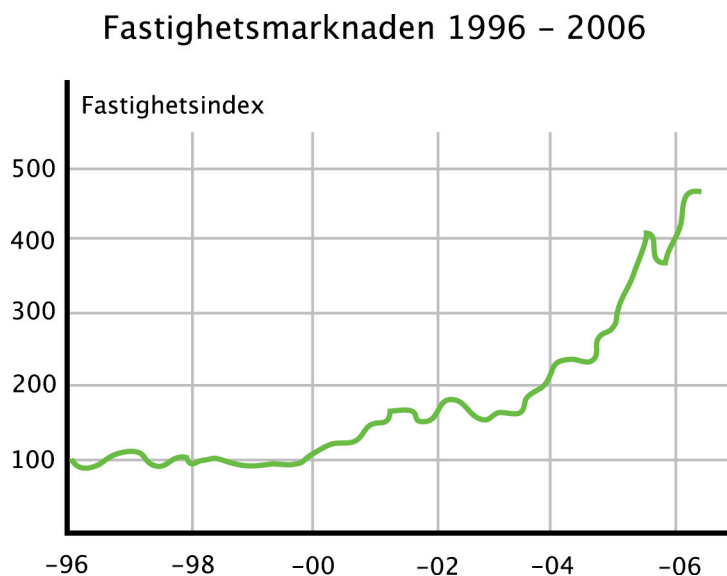
3.1.2 Fastighetsmarknaden mellan 1996 och 2005

Effekterna av fastighetskrisen var många. Investerare hade förlorat mycket kapital och många fastighetsbolag hade gått i konkurs. I flera fall hade staten tagit över fastigheter i brist på kapital. Tiden efter denna kris kännetecknas av ransonering samt försök till att återfå förtroende av investerare. Man började specialisera fastigheterna inom till exempel geografi och typ av fastighet. Många bolag började nu agera i storstadsregionerna och specialisera sig inom ett visst segment. Idag är många av dessa specialiserade bolag uppköpta och ingår i fastighetsportföljer under större bolag.

1997 grundades Svenskt fastighetsindex, FSI. Indexet baserades på 13 bolag med ett sammanlagt värde av 138 miljarder kronor. Totalavkastning för den svenska marknaden uppgick det första året till 10,8 procent vilket skulle komma att stiga till 14,3 procent året därpå. De mest lönsamma fastigheterna var kontorsfastigheter med anledning av de hyreshöjningar som skedde inom detta segment under året. Avkastning under 1998 på 14,3 procent var högre än avkastningen på statsobligationer samt avkastningen på stockholmsbörsen som under året uppgick till 13 procent. Sveriges nivåer var vidare konkurrenskraftiga gentemot övriga Europa.²¹ Detta var viktigt för att återfå förtroendet från potentiella investerare.

²¹ www.fastighetsagarna.se "Bättre avkastning på fastigheter än aktier och obligationer i fjol"

Trots detta var intresset för fastigheter under IT-bubblan låg. Spekulationer kring informationsteknologin medförde dramatiska värdeökningar på aktier och detta lockade självklart många investerare. Efter bubblan fick fastigheter ett nytt uppskjut och värdena börjar återigen stiga.²²



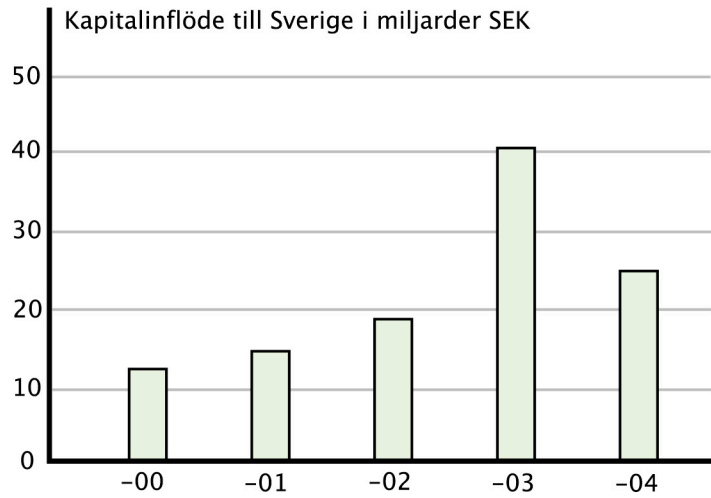
Figur 3.1, Fastighetsmarknaden 1996-2006. Källa: Fastighetsägarna, "vanligt bondförnuft räcker långt"

På tio år har stockholmsbörsens fastighetsindex nästen fyrdubblats. Tillväxten i storstadsregionerna ökade under 2001 samtidigt som markanden på mindre orter stagnerade. På grund av svårigheter att hitta lönsamma investeringskalkyler rådde en begränsad nyproduktion av hyreshus. Detta i kombination med att efterfrågan på bostäder var mycket stor ledde till en låg rörlighet av hyresgäster.²³ Denna utveckling fortsatte även under 2002. Under 2004 utvecklades marknaden ytterligare och Sverige stärkte sin position på den Europeiska marknaden och var nu ett av de mest attraktiva länder för fastighetsinvesteringar. Sverige kunde påvisa en god likviditet i markanden, en hög grad av transparens samt goda underliggande ekonomiska faktorer. Mellan år 2000 och 2004 började mer och mer utländsk kapitala att strömma in i landet.

²²Fastighetsägarna, "Vanligt bondförnuft räcker långt"

²³Familjebostäder i Göteborg AB, "Årsredovisning 2001"

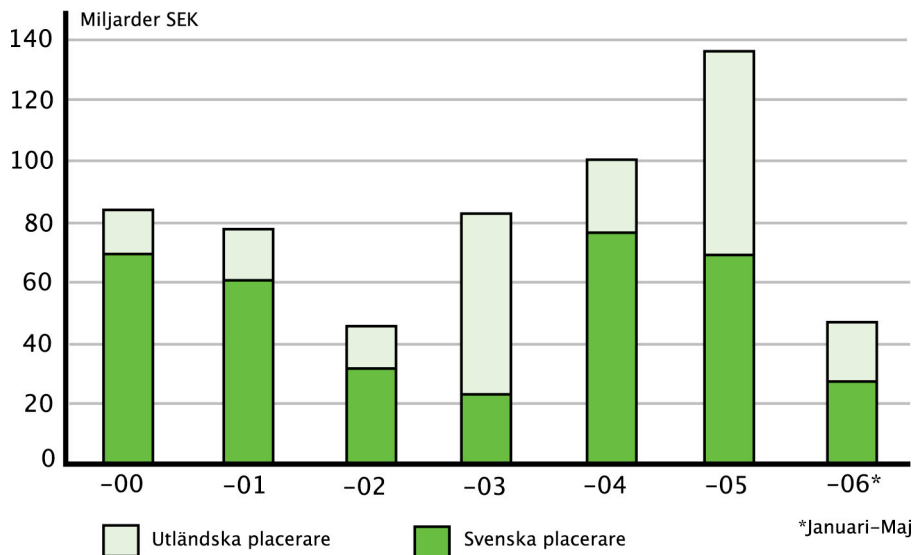
Utländska investeringar



Figur 3.2, Utländskt kapital in i Sverige, Källa: Leimdörfer, 1:2005, Fastigheter – Investeringstillfälle eller bubbla?

Denna utveckling pågår fortfarande och än idag är Sverige ett attraktivt land för utländska investerare. Av den totala transaktionsvolymen, som 2005 uppgick till 138 miljarder, utgjorde utländska investerare cirka 50 procent.²⁴

Utländska kontra svenska placerare



Figur 3.3, Utländska kontra svenska investerare, Källa: Leimdörfer, 1:2006, Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen.

²⁴ Leimdörfer, 1:2006, Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen.

3.2 Hur ser fastighetsmarknaden ut idag?

Fastighetsmarknaden präglas idag av större och större transaktionsvolym. Enskilda fastigheter och portföljer handlas idag mellan olika parter på marknaden. Under det första halvåret 2006 köptes det fastigheter i Sverige för cirka 8,2 miljarder euro. Analytiker tror att man i år kommer slå det förra rekordet på 13,2 miljarder euro. Det faktum att riksbanken börjat höja räntan har ännu inte påverkat utvecklingen negativt och vissa analytiker tror även på en försatt stark marknad under 2007.²⁵ Kapitalförvaltningsbolaget Aberdeen Property Investments analys av marknaden visar totalavkastningen har ökat under 2006. Detta förklaras av de sjunkande avkastningskraven från marknadsaktörer samt en ökad uthyrningsgrad av attraktiva fastigheter. Aberdeen menar vidare att utländska aktörer har varit fortsatt aktiva under 2006 vilket kan ha påverkat avkastningskraven. Man kan även se att investerare som köpte stora fastighetsbestånd mellan åren 2002-2004 nu har börjat sälja av fastigheter. Vidare har fastigheter utanför storstadsregionerna blivit intressanta för investerarna med anledning av den ökade likviditeten i marknaden.²⁶

3.3 Marknadens aktörer

Det finns ett flertal aktörer på den svenska fastighetsmarknaden. Först och främst har vi självklart fastighetsbolag som äger och förvaltar fastigheter runt om i Sverige. Dessa bolag skiljer sig i specialisering och på senare år har det även kommit in flera utländska bolag på marknaden. Vidare finns det ett antal stora kreditgivare som går in med kapital vid stora fastighetstransaktioner. Dessa aktörer kan dela upp belåningen mellan sig för att sprida riskerna då det gäller stora summor. Vid en fastighetsaffär gör man ett flertal olika värderingar. Dels gör det köpande och det säljande bolagen interna värderingar men ofta anlitar man även en extern värderare för få en så objektiv värdering som möjligt. Dessa värderingsmän arbetar ofta vid ett värderingsbolag. Dessa bolag besitter kompetens inom flera områden utöver värdering, till exempel rådgivning och investering. De senaste åren har det dessutom dykt upp ett antal svenska och utländska fonder på marknaden.

²⁵ Ekonominyheter, "Fastighetsmarknaden slår nya rekord"

²⁶ Aberdeen Property Investors, "Hög totalavkastning på svenska fastigheter i år enligt Aberdeen"

Aktörer såsom danska Keops och svenska Carnegie är exempel på detta. Dessa aktörer har varit mycket aktiva och köpt stora fastighetsbestånd på relativt kort tid. Den normala arbetsgången vid en fastighetsaffär är att det först och främst skapas en kontakt mellan köpare och säljare. Denna kontakt förmedlas antingen av ett fastighetskonsultbolag eller genom direktkontakt mellan de två bolagen. Interna värderingar görs, dessutom beställs ofta en extern värdering av en värderingsman. Vid behov kapitaltillskott kontaktar det köpande bolag en kreditgivare som i sin tur gör en egen värdering. Därefter kommer parterna överens om ett pris och en affär kan genomföras. Det är idag vanligt att portföljtransaktioner genomförs som bolagsuppköp med anledning av att många av fastighetsbolagen har sina olika fastighetsportföljer registrerade som dotterbolag.

3.4 Värdering av fastigheter och direktavkastningskrav

Informationen i detta stycke är hämtad ur en studie gjord av Hans Lind, år 2004. Vidare är direktavkastningsmetoden allmänt vedertagen inom fastighetsbranschen och praktiseras av de företag våra respondenter representerar, bland annat Per O Dahlstedt, SBAB.

Den grundläggande definitionen av direktavkastning är; driftnettot, det vill säga hyresintäkter minus drift- och underhållningskostnader, dividerat med fastighetens marknadsvärde, det mest sannolika priset vid en försäljning på öppna marknaden. Omvänt kan man också se att marknadsvärdet utgörs av driftnettot för en fastighet dividerat med avkastningskravet på marknaden. Om man exempelvis har en fastighet med ett marknadsvärde på 1000 och ett driftnetto på 50 blir direktavkastningskravet på denna fastighet 5% ($50/1000$). På detta sätt går det ofta till då man värderar fastigheter. Man har ett känt driftnetto på exempelvis 50. Köparen kommer sedan fram till det avkastningskrav som han/hon anser vara rimligt utifrån sina kalkyler samt vad som betalats för liknande objekt tidigare. Om köparen kommer fram till ett avkastningskrav på 5% kommer den slutgiltiga köpeskillingen hamna på 1000 ($50/0,05$).

Det som har drivit upp priserna de senaste åren är just att investerare handlat fastigheter till allt lägre avkastningskrav. Anledningen till att det genomförs en affär är att köpare och säljare har olika uppfattning om framtiden. En köpare kan göra en affär i förhoppning att kunna förädla fastighetsbeståndet eller höja hyrorna.

Om dessa mål uppfylls kan köparen gå ner i avkastningskrav. Avkastningskraven styrs dock inte endast av köparens preferenser utan styrs även av marknaden och tidigare transaktioner. Ser man till värdering och köp av portföljer gäller samma princip, det sammanlagda avkastningskravet samt driftnettot för hela portföljen ligger till grund för det slutgiltiga försäljningspriset. Avkastningskravet på portföljen och det genomsnittliga avkastningskravet på de enskilda fastigheterna som ingår i portföljen behöver nödvändigtvis inte överensstämma. I vissa fall tenderar investerare att nöja sig med ett lägre avkastningskrav än det genomsnittliga avkastningskravet för de enskilda fastigheterna vid köp av portföljer. Detta medför således ett högre pris på portföljen, man betalar en premie. Nedanstående diagram visar hur direktavkastningskraven ändrats mellan åren 1997 - 2005 åren för ett antal olika segment inom fastighetsbranschen.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Butiker	6.4	6.5	5.9	5.9	5.6	5.5	5.6	5.8	5.7
Kontor	6.8	6.7	6.3	5.8	5.6	6.1	6.1	6.0	5.5
Industri	7.7	8.2	7.6	6.7	7.6	7.5	7.4	8.1	8.5
Bostäder	7.4	6.7	6.8	5.9	5.3	4.9	4.6	4.3	4.1
Alla	6.9	6.8	6.4	5.9	5.7	5.9	6.0	5.8	5.4

Figur 3.4, Direktavkastning i procent, Källa: SFI

Av detta kan vi utläsa att direktavkastningen för industrifastigheter har ökat och direktavkastningen för butiker, kontor och framförallt bostäder har sjunkit. Nivån är lägst för bostäder. Även totalt sett har direktavkastningsnivåerna sjunkit mellan dessa år. En anledning till att många utländska investerare har sökt sig till den svenska marknaden är just för att dessa investerare har trott att avkastningskraven i Sverige kommer att sjunka. Sverige har dessutom legat på en högre nivå än övriga Europa vilket utländska aktörer uppmärksammat.

KAPITEL 4

Teoretisk referensram

I detta stycke presenterar vi de teorier vi finner lämpliga att applicera på det undersökta fenomenet. Dessa teorier är hämtade ur akademisk litteratur. Teorierna är till för att underbygga och bekräfta det resultat som presenteras i analysen

4.1 Portföljteori

Den moderna portföljteorin säger att man med hjälp av diversifiering kan maximera den förväntade avkastningen på en portfölj i förhållande till dess risk.

I en artikel publicerad 1952 presenterade upphovsmannen Harry Markowitz sin portföljteori. Markowitz visade hur investerare kunde skapa portföljer genom att sammanföra tillgångar, så att de genererade högsta förväntade avkastning, givet dess risk. Med hjälp av diversifiering, det vill säga riskspridning kan portföljens förväntade avkastning givet risk maximeras. Markowitz applicerade teorin på aktier men kan även appliceras på andra tillgångar som till exempel fastigheter.²⁷

Portföljens risk mäts med hjälp av standardavvikelsen. Om fastigheterna har en korrelation lika med 1, det vill säga om de rör sig exakt lika motsvarar portföljens risk det vägda medelvärde av de båda fastigheterna. Om de inte har en korrelation lika med 1, blir risken reducerad tack vare diversifieringen.

²⁷ Markowitz, Harry M., "Portfolio Selection"

Perfekt negativ korrelation

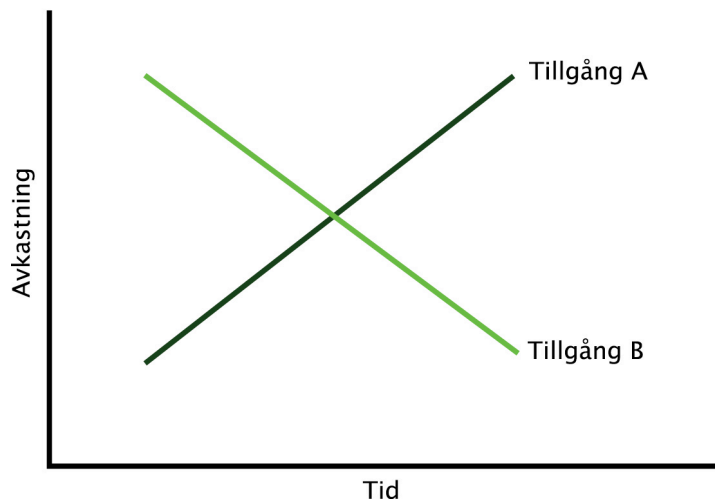


Bild 5.1, Perfekt negativ korrelation

Markowitz visade alltså att man genom att välja tillgångar som inte rör sig exakt lika och slå ihop dessa i en portfölj kunde reducera risken. För att komma fram till den totala risken för portföljen måste de individuella fastigheternas risk fastställas. För att ta reda på portföljens risk måste även undersökas huruvida fastigheterna samvarierar, det vill säga fastställa deras kovarians. Hänsyn måste även tas till fastighetsspecifik risk och marknadsrisk. Den fastighetsspecifika risken är den risk som kan diversifieras bort. Eftersom det finns ekonomiska faktorer som påverkar marknaden som helhet går det ej att diversifiera bort marknadsrisken.

Genom diversifiering och sammansättning av en portfölj med tillgångar som inte rör sig exakt lika kan investeraren minska sin riskexponering. Just kovariansen mellan tillgångarna blir allt viktigare ju fler tillgångar som läggs in i portföljen. En extremportfölj som skulle innehålla alla marknadens fastigheter skulle bara vara exponerad för den så kallade marknadsrisken, all fastighetsspecifik risk skulle vara eliminerad.²⁸

²⁸ Markowitz, Harry M., "Portfolio Selection"

4.2 APT – Arbitrage Pricing Theory

Arbitrage tar sin utgångspunkt i antagandet att en specifik tillgång har ett specifikt pris på en perfekt marknad, lagen om ett pris. Två exakt likadana tillgångar kan inte handlas till olika priser. Om detta skulle inträffa har vi en situation där det blir möjligt att göra en arbitragevinst. Det vill säga; sälja en tillgång till ett högre pris än vad man köpt den för. Förutsättningar för att möjlighet till arbitrage skall uppstå krävs det att följande kriterier uppfylls:

- En tillgång handlas till olika pris på olika marknader
- Två tillgångar med identiska kassaflöden handlas till olika pris.
- En tillgång handlas inte idag till sitt framtida pris, om detta är känt, givet att tillgången dikonterats med den riskfria räntan.

Arbitrage är en vinstmöjlighet utan någon risk. När en möjlighet till arbitrage upptäcks så ökar efterfrågan på tillgången och således drivs priset upp till en jämviktsnivå. Detta medför då att möjligheten är borta. En arbitragefri marknad är en förutsättning för att den skall varar effektiv.²⁹

4.3 Konjunkturen

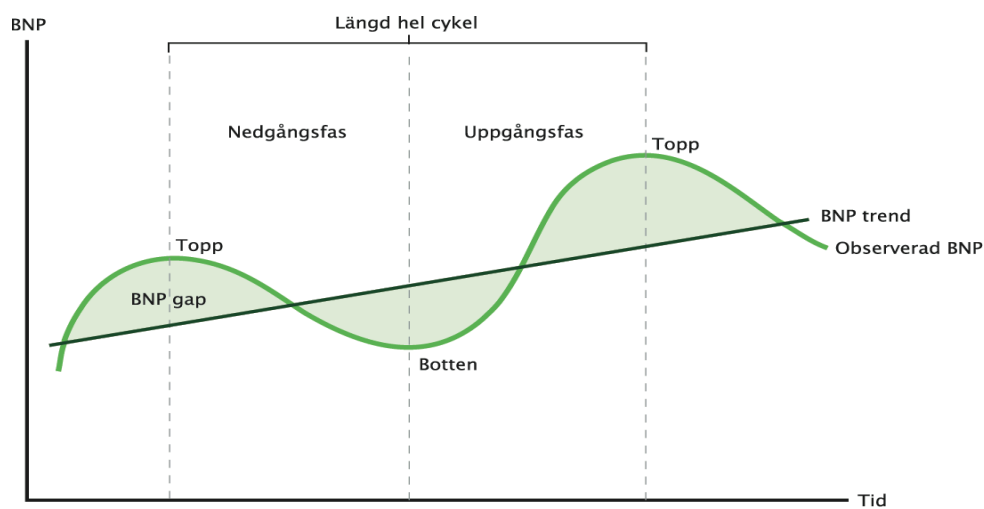
Det finns olika metoder för att mäta och definiera hög- respektive lågkonjunktur. I grunden går det dock att urskilja två olika fenomen; BNP ökar långsiktigt samt att BNP fluktuerar kortsiktigt³⁰. Den långsiktiga trenden för BNP är en utjämnad version av den observerade BNP. Trenden är resultatet av permanenta förändringar i BNP medan fluktuationerna är tillfälliga avvikelser. Dessa avvikelser bildar cykler.

Definitionen av högkonjunktur är när observerad BNP är högre än trenden och lågkonjunktur när observerad BNP är lägre än trenden. Detta illustreras nedan.³¹

²⁹ Elton, Edwin J. et Al., *“Modern portfolio theory and investment analysis”*

³⁰ Fregert & Jonung., *“Makroekonomi. Teori, politik och institutioner”*

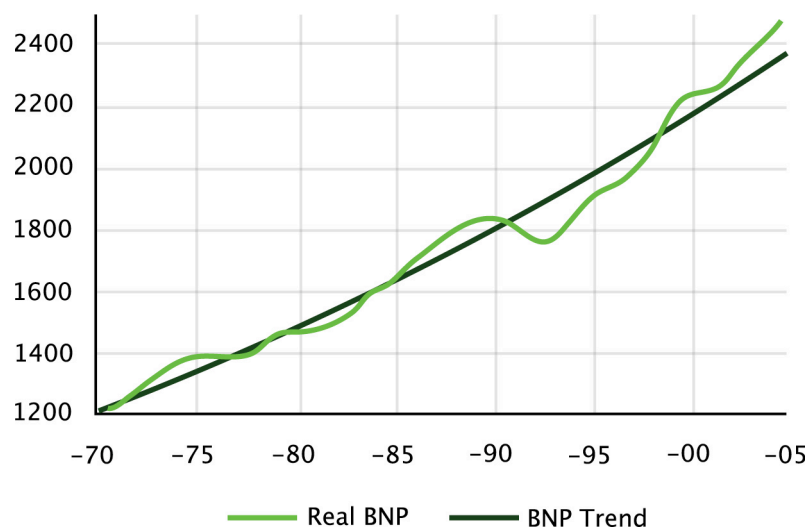
³¹ Fregert & Jonung., *“Makroekonomi. Teori, politik och institutioner”*



Figur 5.2, Konjunkturykel, Källa: Fregert & Jonung, "Makroekonomi. Teori, politik och institutioner"

Utveckling av Sveriges observerade reala BNP samt BNP trend mellan 1970-2005.³²

Observerad real BNP samt BNP trend



Figur 5.3, Observerad real BNP samt BNP trend, Källa SCB

Ur denna figur kan konstateras hur Sverige befunnit sig i låg- respektive högkonjunktur mellan 1970 och 2005.

³² www.scb.se

4.4 Transaktionskostnadsteori

Grunden till teorin om transaktionskostnader lades av Coase & Williamson. Teorin menar att det uppstår kostnader i samband med en affärsuppörelse, en transaktion. Dessa kostnader kan delas in i sökkostnader, kontraktskostnader och kontrollkostnader.³³

- Sökkostnader är de kostnader som uppstår i samband med att en köpande part uppsöker en säljande, eller vice versa. Vidare så kan även kostnader för inhämtning av information om transaktionens motpart uppstå. Till exempel kan det vara information om pris eller kvalitet.
- Kontraktskostnader uppstår i samband med förhandlingar och kontrakt. Till exempel kan det röra sig om juridisk expertis eller tiden som går åt vid förhandlingar.
- Kontrollkostnader är de kostnader som uppkommer vid hantering av den risk som kan uppkomma om parterna inte följer sina avtal.

Parter i en affärstransaktion strävar alltid efter att minimera dessa kostnader. Genom att upprepa en transaktion minskar kostnaderna.³⁴ Sökkostnaderna minskar genom att relationer skapas mellan parterna. Kontraktskostnaderna minskar eftersom kontrakt standardiseras samt att processer och rutiner etableras. Kontrollkostnaderna minskar då parterna involveras i ett ömsesidigt beroendeförhållande. Det kan dock finnas nackdelar med detta beroendeförhållande. När en part blir starkt beroende av den andra så kan detta ge upphov till komplikationer om transaktioner upphör.

Genom parternas transaktioner så uppstår en koordination och styrning på marknaden. Detta skulle, på en marknad utan regleringar, leda till att transaktionskostnaderna blir noll.

³³Williamson, O. E., "Markets and hierarchies: analysis and Antitrust Implications"

³⁴Williamson, O. E., "Markets and hierarchies: analysis and Antitrust Implications"

4.5 Stordriftsfördelar

Stordriftsfördelar är en allmänt vedertagen princip inom företagsekonomi. Stordriftsfördelar uppkommer då de fasta kostnaderna, för en produkt eller tjänst, inte ökar proportionerligt med en ökad produktion. Normalt sett tenderar stordriftsfördelar att uppstå i industrier med höga kapitalkostnader där dessa kan fördelas på ett större antal producerade enheter. När ett företags fasta kostnader per enhet sjunker på grund av ökad produktivitet har stordriftsfördelar trätt i kraft.³⁵

³⁵ Eklund, K. *“Vår ekonomi – “En introduktion till samhälls ekonomin”*

KAPITEL 5

Empiri

I detta kapitel avser vi presentera den data som har samlats in under våra intervjuer. Inledningen fokuserar på motiveringen bakom de olika intervjuobjekten samt en presentation av dessa. Vidare presenteras data under de olika teman som varit utgångspunkt i intervjuerna. Avslutningsvis följer en sammanställning av det data som vi tagit del av under intervjuerna.

5.1 Orsaker till uppkomst av premie

Utifrån våra intervjuer har det framkommit två betydande orsaker till uppkomsten av premie på fastighetsmarknaden.

- Ökad efterfrågan på portföljer
- Nya aktörers inverkan på premien

5.1.1 Orsaker till ökad efterfrågan på portföljer

5.1.1.1 Fastighetsbeståndens storlek

Varför vill en investerare betala ett överpris på en tillgång? Premien på fastigheter är något som uppkommer när efterfrågan på fastighetsportföljer är stor menar Caj Virta, CBRE. Gustav Björkman, Carnegie Fastigheter, påpekar att som tillståndet på marknaden är idag vill en stor del av fastighetsköparna komma åt större bestånd samtidigt. Stora bestånd av fastigheter innebär både stordriftsfördelar och lägre riskexponering. Björkman menar vidare att premien på portföljen speglar den kostnad som skulle uppstå i samband med köp av alla fastigheter enskilt. Skillnaden är att vid en sådan snabb transaktion så uppstår avkastning med en gång. Keops, som har en speciell affärsmodell, koncentrerar sig främst på stora fastighetsbestånd. Detta för att erbjuda obligationer. Lovisa Lindberg, Keops, menar att det är lättare att få finansiering till stora fastighetsbestånd då banker och andra kreditgivare är fee-drivna.

Detta påstående styrks av en rapport av Leimdörfer.³⁶ Detta är då ett incitament för stor efterfrågan på stora fastighetsbestånd och således en orsak till att premien drivs upp. Dessa köpare är beredda att betala en premie för att få just ett större bestånd på kort tid. Detta har drivit upp priserna och gjort att premier uppstått.

5.1.1.2 Riskspridning

En portfölj kan sättas ihop på olika sätt. En diversifierad portfölj med hög riskspridning kan vara attraktiv menar Caj Virta på CBRE. Att sänka riskexponeringen är något investerare är beredda att betala extra för. Lars Johnson, AP Fastigheter, visar även på ett exempel där risken sprids genom att köpa portföljer. På grund av ett eventuellt felköp vid köp av en enskild fastighet så kan denna risk minskas genom att köpa en portfölj. Johnson menar vidare att det är accepterat med en lägre direktavkastning vid en sådan situation. Även Göran Cöster, SEB, menar på att det finns en lägre riskexponering vid handel med portföljer. Cöster utvecklar detta genom att påpeka att portföljer bör vara både homogena och diversifierade. Till exempel kan en portfölj vara homogen i typ av fastigheter men diversifierad i avseende på geografi. Exempel på detta kan vara större köpcentrum av samma slag belägna i olika störstäder runt om i landet. Dock kan det finnas vissa kostnadsfördelar med att samla sitt bestånd i samma geografiska område. Främst för att man kan samla förvaltning av fastigheterna centralt. En annan ståndpunkt har Erik Selin, Balder Fastigheter, som menar att det inte är av någon större betydelse, för Balder Fastigheter, om portföljen är diversifierad eller inte. Selin menar dock att en diversifierad portfölj, rent generellt, minskar riskexponeringen. Beroende på hur portföljen är konstruerad kan olika typer av synergieffekter uppstå. Detta är också något en investerare är villiga att betala lite extra för.

³⁶ Leimdörfer, 1:2006, *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen*.

5.1.1.3 Minskade kostnader vid köp av portföljer

Vid köp av en portfölj kan man erhålla lägre kostnader av olika anledningar. Enligt Agneta Jacobsson, DTZ, kan det vara kostnadseffektivt att samla flera fastigheter inom samma område. På detta sätt kan man uppnå stordriftsfördelar och på så sätt sänka till exempel administrationskostnader och förvaltningskostnader. Även Gustav Björkman, Carnegie, menar att det är mycket viktigt med förvaltning för att kunna möta sina hyresgäster. Det är fördelaktigt för fastighetsägare att samla ett bestånd inom samma geografiska område. Denna aspekt ses som attraktiv och kan därför bidra till att man är villig att betala en premie. Virta påpekar vidare att denna kostnadsfördel kan ses som en premie i sig. Det finns enligt Virta två typer av premier, dels en investeringspremie och dels en förvaltningspremie. Med förvaltningspremie menas att man är villig att betala mer för en portfölj då man kan uppnå stordriftsfördelar. Dessa stordriftsfördelar ger lägre kostnader med avseende på förvaltning, administration, drift och underhåll. Att äga fler fastigheter och ha en central administration för samtliga är också mer gynnsamt. Detta blir extra tydligt om fastigheterna är belägna nära varandra.

Ytterligare en aspekt som talar för att det är kostnadseffektivt att köpa portföljer är, enligt Lars Johnsson på AP Fastigheter, att transaktionskostnaderna per objekt minskar. Köper man flera fastigheter på en gång minskar transaktionskostnaderna och affären blir mer lönsam utslagen per fastighet. Även Göran Cöster menar att denna aspekt är en drivande faktor till att investerare idag är villiga att betala en premie. En av anledningarna till att Sverige idag är ett attraktivt alternativ för fastighetsaffärer är att vi har en marknad som är mycket transparent menar Anders Jarl. Hög transparens innebär färre lagar vilket leder till att transaktionskostnaderna är lägre vid en affär i Sverige jämfört med övriga världen.

En tredje faktor som leder till lägre kostnader är det faktum att man inte behöver lägga ner tid för att hitta enskilda fastigheter. Att sätta ihop en portfölj är tidskrävande och kostsamt. Det krävs också expertis och kunskap för att sätta ihop attraktiva portföljer. Enligt Virta är detta arbete mycket tidskrävande och man är därför beredd att betala mer för att slippa detta arbete. Gustav Björkman menar vidare att den kostnad som skulle ha uppstått för att förvärva enskilda fastigheter kan istället läggas på som en premie på portföljen.

5.1.2 Nya aktörers inverkan på premien

Under de senaste åren har flera nya aktörer kommit in på den svenska marknaden. De två största och mest betydande är nya fastighetsfonder samt utländska investerare. Dessa aktörer har valt att investera på den svenska fastighetsmarknaden av flera olika anledningar. Den främsta anledningen är självklart att man sett en stor potential samt möjlighet till stora ekonomiska vinster. Alla våra respondenter är överens om att de utländska investerarna tidigt insåg att direktavkastningskraven i Sverige var orimligt höga i jämförelse med räntan. Anders Jarl, Wihlborgs fastigheter, menar att de svenska aktörerna såg detta gap mycket senare och man förundrades över hur till exempel amerikanska investerare kunde köpa fastigheter med ett avkastningskrav på runt nio procent. Det dessa investerare insåg till skillnad från de lokala aktörerna var att dessa avkastningskrav var på väg att sjunka. Då avkastningskraven några år senare var nere på nivåer runt sju procent kunde de utländska aktörerna ta hem mycket stora vinster. Andelen transaktioner utförda av utländska investerare har ökat de senaste åren och enligt Göran Cöster ligger den idag på runt 50 procent. I och med att de kommer in fler investerare på den svenska marknaden påverkas efterfrågan. Fastighetsstocken är dessutom väldigt begränsad i Sverige, vilket innebär att konkurrensen ökar ytterligare menar Caj Virta. Dessa faktorer leder dels till sänkta avkastningskrav men även till ökade premier.

Enligt Lars Johnsson är utländska investerare ett typexempel på en aktör som ännu inte är etablerad på den svenska marknaden men som är intresserad av att snabbt komma åt ett stort fastighetsbestånd. Johnsson menar vidare att det är just dessa aktörer som driver upp premierna. Etablerade svenska företag har ofta redan stora fastighetsportföljer och är därför inte i samma behov av att förvärva stora bestånd snabbt. Denna uppfattning delas med Anders Jarl som menar att det helt klart är dessa aktörer som driver upp premierna. En annan anledning är enligt Jarl att dessa utländska investerare ofta har stort kapital bakom sig. Under 90-talet efter bankkrisen var kapital en bristvara i Sverige vilket ledde till en sjunkande efterfrågan på fastigheter. Det var svårt att upprätta krediter hos bankerna och man var då tvungen att ha relativt stor andel eget kapital för att genomföra investeringar. Då en utländsk investerare planerar att placera en andel av sitt kapital i Sverige kan detta få stora effekter på marknaden. Jarl menar vidare att den Svenska marknaden dessutom är populär med anledning av färre regler och hög transparens. Detta innebär lägre transaktionskostnader vid affärer i Sverige jämfört med övriga världen.

Detta i kombination med de historiskt höga avkastningskraven har gjort den svenska fastighetsmarknaden till ett populärt investeringsalternativ.

Även Lovisa Lindberg, Keops, nämner att Sverige är en mycket attraktiv marknad för fastigheter. Avkastningen är relativt hög samtidigt som marknaden är likvid, vilket innebär att det är relativt lätt att göra affärer. Pensionskapitalet står för en stor del av det kapital som strömmar in i landet och det faktum att detta kapital allokering mer mot fastigheter innebär en ökad efterfrågan. Den svenska fastighetsmarknaden allokering egentligen mer kapital än vad som är motiverat, menar Lindberg.

5.1.3 Övriga aspekter

5.1.3.1 Redovisning och nedskrivningsbehov

Enligt IFRS är fastighetsbolag tvungna att med jämna mellanrum värdera sina fastigheter till verkligt värde. Då man betalar en premie har man betalat ett pris som ligger över det verkliga värdet för de enskilda fastigheterna. Detta kan enligt Gustaf Hermelin, Klöver, leda till att man får ett nedskrivningsbehov vilket ej är önskvärt. Detta är en av anledningarna till att Klöver inte är beredda att betala premier på de portföljer de förvärvar. Lars Johnsson på AP Fastigheter håller med om att detta problem kan uppstå men menar även att detta inte är något som drabbat företaget då man aldrig har betalat en premie. AP Fastigheter är inte i behov av att utöka sitt bestånd varpå de ej behöver köpa fastigheter då de anser att priserna är höga. Johnsson menar vidare att detta problem främst drabbar nya aktörer som är i behov av att köpa stora bestånd. Detta nedskrivningsbehov gäller dock bara börsbolagen då det endast är dom som har dessa krav på sig.

Även Anders Jarl pekar på att detta kan vara ett problem men menar även att det är mycket svårt att beräkna det verkliga värdet på en fastighet. Värdet beror på vilka siffror man sätter in i sin värderingsmodell. På en portfölj som förvärvades av Wihlborgs 2002-2003 betalade man en premie.

Med anledning av att Wihlborgs sitter inne på diverse konkurrensfördelar kunde man dock förädla de enskilda fastigheterna så pass mycket att det verkliga värdet inte understeg försäljningspriset. På detta vis behövde man inte skriva ner det bokförda värdet.

5.1.3.2 Hur stor är premien?

Under detta avsnitt kommer vi att presentera en generell bild av hur intervjuobjekten uppskattar den förekommande premiens storlek. Vi kommer inte att namnge respondenterna eller deras exakta uppfattningar om premien. Detta på grund av önskan från respondenterna då denna information kan vara känslig att göra offentlig.

Att få fram en siffra på vilken storlek premien har är nästintill omöjligt. Teoretiskt så skulle man kunna jämföra marknadsvärdet på en portfölj med marknadsvärdet för de enskilda fastigheterna men detta skulle inte fungera i praktiken. Att det är omöjligt att praktiskt mäta premien är något som alla intervjuobjekt håller med om. Samtliga respondenter uppskattar att en generell premie ligger någonstans mellan 5 och 20 % men mindre portföljtransaktioner tenderar att ha en högre premie och större portföljer en högre. Vissa respondenter uppskattar att premien ligger närmare 5 % medan andra anser att den snarare ligger kring 15 till 20 %. En respondent menar det även kan förekomma rabatter på marknaden men denna uppfattning skiljer sig markant från övriga.

5.1.3.3 Varför kan man inte mäta premien exakt?

Ett teoretiskt värde på en portföljpremie kan definieras som skillnaden mellan marknadsvärdet på en specifik portfölj och marknadsvärdet på de enskilda fastigheterna i portföljen om de skulle säljas var för sig. Enligt Caj Virta, CBRE, fungerar detta inte i praktiken av flera anledningar. Dels spelar tidsaspekten en kritisk roll eftersom marknaden är mycket dynamisk. En annan anledning är att illikvida fastigheter, i många fall, kan säljas i en portfölj men skulle vara mycket svårsålda som enskilda objekt. Detta påpekar både Virta och Lovisa Lindberg, Keops. Eftersom fastigheter är så pass unika och svåra att jämföra så blir det också problem om man skulle jämföra en portföljtransaktion med enskilda fastighetstransaktioner som skulle spegla portföljen. Fastigheterna skiljer sig så pass mycket i pris med avseende på läge, standard och andra faktorer.

5.1.3.4 Premien och Sveriges ekonomiska läge

Huruvida premien lever sitt eget liv eller korrelerar med andra makroekonomiska faktorer är ett ämne som det råder delade meningar om hos våra respondenter. Det som de flesta respondenter är överens om är att i en högkonjunktur så ökar efterfrågan på fastigheter och således drivs premien upp. Lars Johnson, AP Fastigheter, menar att det, generellt sett, är så att premien korrelerar med allmän konjunkturcykel i Sverige. Erik Selin, Balder, instämmer i detta och menar att det, i en högkonjunktur, kapital som strömmar in till Sverige till stor del styr premiens storlek. Agneta Jacobsson, DTZ, anser att premier följer fastighetsbranschens cykler. Givet att dessa cykler följer Sveriges ekonomiska konjunktur kan man se premier vid högkonjunktur och rabatter vid lågkonjunktur. Anledningen till att Sverige är en så pass attraktiv marknad för investerare som söker sig till fastigheter är att direktavkastningarna, relativt sett, är höga samt att det finns en hög transparens i marknaden. Lovisa Lindberg, Keops, ställer sig bakom detta men hävdar även att de inhemska räntenivåerna är bidragande till premierna. Lindberg menar att de låga räntenivåerna, typiska för högkonjunktur, gör det billigare för investerare att låna, för att sedan investera i fastigheter. Allt handlar om hur stor mängd kapital som söker fastigheter. Vidare menar Lindberg att premierna inte ligger på normalläge idag, utan att förmodligen kommer att tryckas ihop något. Detta menar också Gustav Björkman, Carnegie. Anledningen till detta torde vara generella ökande räntenivåer både i Sverige och utomlands. Caj Virta, CBRE, anser att det inte finns någon korrelation mellan fastighetsbranschens cykler och Sveriges konjunkturcykler, fastighetsbranschen har sin egen cykel. Däremot kan han se ett samband mellan högkonjunktur och ett ökat intresse, från investerarnas håll, för fastighetsbranschen. Virta menar vidare att även om det verkar finnas ett samband mellan konjunkturtopparna just nu så har det funnits tillfällen då Sverige har bufunnit sig i lågkonjunktur samtidigt som fastighetsbranschen har varit på en topp. Även i dessa lägen har portföljer handlats till premie.

Lars Johnson, AP Fastigheter, ser också en tydlig korrelation mellan högkonjunktur och intresse för fastighetsbranschen. Johnson menar vidare att under denna konjunkturuppgång så steg priserna på fastigheter tidigare än normalt, ett par år innan konjunkturen vände uppåt. Enligt Johnson berodde detta på den press som utövades på den allmänna realräntan i världen. Effekten av detta blev en värdeökning av fastigheter. Anders Jarl, Wihlborgs, instämmer också i att det finns ett samband mellan högkonjunktur och intresse för fastighetsbranschen.

Jarl menar vidare att det skulle kunna uppstå en situation där premie existerar även i lågkonjunktur om det finns ett starkt intresse. Det som styr är tillgången på kapital samt vad det finns för andra investeringsalternativ. Det är dock mycket svårt att sja om framtiden, tillägger Jarl.

5.2 Sammanfattning

I detta kapitel har vi presenterat orsaker till varför vi idag kan se en premie på fastighetsportföljer. Vi har även kartlagt övriga aspekter som är relaterade till portföljpremiens befinnande.

De viktigaste faktorerna som påverkat portföljpremiens uppkomst är enligt respondenterna följande: Stora fastighetsbestånd är attraktiva och man är beredd att betala extra för att minska sin riskexponering. Man har fått minskade transaktionskostnader och kostnader för bakomliggande arbete. Även nya aktörer såsom fastighetsfonder och utländska investerare har drivit upp efterfrågan och därmed priserna på fastighetsportföljer.

Under intervjuerna har även premiens storlek diskuterats och generellt kan man säga att den idag ligger på mellan 5 och 20 %. Att kvantifiera premien exakt är enligt alla intervjuobjekt omöjligt. Detta pga. att varje fastighet är unik och flera andra faktorer, t ex tidsaspekten gör det omöjligt att jämföra portföljtransaktioner med enskilda fastighetstransaktioner.

Kapitel 6

Analys

I detta kapitel sammankopplar vi teori och empiri för att se på vilka sätt teorierna beskriver verkligheten. Vi har delat in analyskapitlet i sex mindre avsnitt som alla går att relatera till berörd teori utifrån insamlad empiri.

6.1 Premiens storlek och komponenter

Då det sedan innan slagits fast att premien är nästintill omöjlig att beräkna så kan vi i alla fall urskilja vilka komponenter som den innefattar samt hur dessa påverkar premien. I ett första steg styr efterfrågan och utbud, på fastighetsportföljer, till viss del premiens storlek. Efter våra intervjuer konstaterar vi att det värde man får för betalad premie är; diversifieringsvärde, synergivärde, stordriftsfördelar, värdet av att få avkastning på ett större bestånd direkt samt värdet av att slippa betala de transaktionskostnader som skulle ha uppstått vid köp av enskilda fastigheter.

Om vi ser till ett hypotetiskt exempel:

En investerare står inför ett val, att antingen förvärva tio fastigheter enskilt eller samma tio fastigheter i en portfölj. Vid köp av fastigheterna enskilt kommer köparen att vara tvungen att skaffa sig kompetens om det han vill uppnå med sitt fastighetsförvärv. Det kan vara diversifiering eller andra synergieffekter, till exempel central administration. Detta kan eventuellt ses som sökkostnader ifrån transaktionskostnadsteorin. Detta leder oss in på att det egentligen bara finns två faktorer som talar för att förvärva en portfölj istället för enskilda fastigheter. Transaktionskostnader och värdet av att komma över ett stort bestånd snabbt.

Det är mycket svårt att bestämma hur stora dessa delar är och hur stor del de utgör tillsammans. Det kan vara så att delarna utgör hela det beloppet som betalts i premie, men det behöver inte vara på detta sätt.

Ett tänkbart scenario är att värdet av dessa delar är mindre än det belopp som betalats i premie. Detta skulle i så fall leda till en situation där arbitragevinst är möjlig. Ett annat scenario är det omvända, där de sammanlagda värdena är större än premiens storlek.

6.2 Arbitragemöjligheter?

Arbitrage innebär möjligheten att köpa en tillgång för att sedan sälja den till ett högre pris på samma marknad. Det arbete som ligger bakom att sätta ihop en väldiversifierad portfölj med synergieffekter, transaktionskostnader och värdet av stordriftsfördelar behöver inte motsvara det belopp som betalats i premie. Vid en sådan situation så kan man teoretiskt sett förvärva enskilda fastigheter, sätta samman dessa till en portfölj, sälja av portföljen och få betalt för sitt bakomliggande arbete plus en vinstsumma som kan betraktas som arbitragevinst. I och med att det är i princip omöjligt att bestämma storleken på premien och dess beståndsdelar blir det mycket svårt att säga om arbitrage är praktiskt genomförbart. Detta på grund av att fastigheter är unika tillgångar och därmed omöjliga att jämföra på tillfredsställande sätt. Det är även svårt att jämföra enskilda fastigheter med portföljer.

6.3 Bakomliggande kostnader

Enligt transaktionskostnadsteorin består transaktionskostnad av sökkostnad, kontraktskostnad och kontrollkostnad. Dessa tre kostnader kan tänkas förklara uppkomsten av premier på fastighetsportföljer. Utifrån respondenternas svar finns det klara motiv till att betala en premie. Sökkostnader som uppstår för en säljande part som är intresserad av en affär består i kostnader för att hitta någon att göra en affär med, kostnader i samband med att värdera fastigheter samt kostnader för eventuellt fastighetskonsultbolag som förmedlar affären. Ur en köparens perspektiv uppstår det sökkostnader då eventuell kreditgivare ska involveras men även kostnader för värdering och förmedling. Även tiden som läggs ner för att hitta en lämplig köpare eller säljare är något som måste beaktas. Vid handel med tio enskilda fastigheter blir kostnaden för säljare eller köpare betydligt högre än vid handel med en portfölj innehållande tio fastigheter. Detta då lämplig handelspart ska hittas för varje enskilt objekt.

Kostnader för att finna lämplig värdering och expertis blir också betydligt högre då värderingsmän och fastighetskonsulter är involverade i affären. Enligt transaktionskostnadsteorin sjunker sökkostnader genom upprepning av transaktion och handel med fastighetsportföljer ser vi som en form av upprepad transaktion.

Vidare uppstår det kontraktskostnader i samband med en affär. Kontraktskostnaderna utgörs av ekonomisk och juridisk expertis som tillhandahålls av fastighetskonsultbolaget samt den tid som går åt vid förhandlingar. Återigen sjunker kostnaderna då färre kontrakt behöver slutas och mindre tid går åt till att förhandla, upprepade transaktioner. Detta jämfört med om fastigheterna skulle handlas enskilt. Kontrollkostnaderna vid hantering av den risk som affärsparten utgör kan ses på olika sätt i detta sammanhang. Ur ett perspektiv blir det lägre kontrollkostnader om till exempel den säljande parten endast har en köpande part, och behöver således bara hantera risken från denna. Ur ett annat perspektiv kan det ses som en diversifiering att ha flera olika köpare och därmed olika risk för varje köpare.

Att handla med portföljer ses alltså som en upprepning av en transaktion och på det följer att transaktionskostnaderna blir mindre jämfört med handel med enskilda fastigheter. Som tidigare slagits fast påverkas premien av utbud och efterfrågan. Vid en högkonjunktur kan man se att efterfrågan på portföljer stiger för att snabbt komma över ett stort fastighetsbestånd. I och med detta så skulle en del av premien kunna uttryckas som den kostnad köparen av en portfölj slipper.

6.4 Diversifiering och synergieffekter

Att handla med portföljer har en tydlig förankring i teorin kring att diversifiera sin risk. Fastigheter ses som tillgångar och genom att diversifiera dessa kan en ägare minska sin riskexponering. Genom respondenternas svar kan vi se att det finns olika typer av diversifiering vad gäller portföljer. Diversifieringen sker med avseende på faktorer som fastighetstyp, kontors-, industrilokaler och bostäder men även läge.

En väl diversifierad fastighetsportfölj innehåller fastigheter vars inbördes risk samvarierar på ett fördelaktigt sätt. Att sätta samman en väldiversifierad portfölj är kostnadskrävande.

Detta motiverar att portföljen handlas till premie. Något som talar emot diversifiering, i avseende på fastighetstyp och läge, är de ekonomiska fördelarna som uppstår vid central förvaltning och administration. Dessa fördelar kan vara svåra att uppnå när fastighetsbeståndet är geografiskt spritt, samt då fastigheterna är av olika typ. Denna kostnadsfördel kan ses som synergieffekt och på samma sätt vara någonting som en investerare är beredd att betala extra för, det vill säga en premie.

6.5 Varför komma över ett stort fastighetsbestånd snabbt?

En stor del av respondenterna påpekar att det är fördelaktigt att skaffa sig stora fastighetsbestånd snabbt. Detta leder i huvudsak till två fördelar. Det första är att snabbt få avkastning på fastigheterna, det andra är att riskexponeringen minskar. Med ett stort fastighetsbestånd så blir risken mer diversifierad. Även stordriftsfördelar och synergieffekter spelar in som faktorer att beakta. Stordriftsfördelar kan uppnås, till exempel i form av kostnadseffektiv förvaltning av fastigheterna. Att kunna få avkastning direkt på ett stort fastighetsbestånd är attraktivt. Detta uppnås vid handel med portföljer. Vid köp av enskilda fastigheter så uppstår avkastningen först när fastigheten förvärvats. I ett exempel där en investerare ska förvärva fastigheter för 100 miljoner tjänar denne på att investera det aktuella beloppet så fort som möjligt, kontra att sprida ut förvärven över tiden.

6.6 Hur påverkar efterfrågan premien?

I en period av tillväxt för BNP-trenden i Sverige strömmar kapital in i landet. Detta kapital kommer från såväl Svenska som utländska investerare. Efterfrågan på fastigheter ökar i en högkonjunktur och minskar i en lågkonjunktur. Detta beror på att premierna på fastighetsportföljer följer fastighetsbranschens egna cykler. Dessa cykler korrelerar till stor del med Sveriges konjunkturcykler. När kapital strömmar in i landet ökar efterfrågan på investeringsobjekt varav fastigheter ses som ett relativt säkert och välavkastande alternativ. När då efterfrågan stiger så följer inte utbudet med i samma takt och således drivs priserna upp. Eftersom investerare ser fördelarna med att förvärva portföljer så drivs även premien på dessa upp. Det handlar hur mycket kapital som söker fastigheter.

En faktor som påverkar hur mycket kapital som finns att tillgå är den inhemska räntenivån. En konjunkturuppgång kännetecknas av låga räntenivåer som gör det billigt för investerare att låna för att sedan investera i till exempel fastigheter. De kapital som strömmat in från utländska investerare har haft en betydande roll i att driva upp efterfrågan på portföljer och således även premierna. En betydande anledning till att de utländska investerarna vände sig till Sverige var att de såg att direktavkastningarna låg högre än exempelvis England, Tyskland och Frankrike. Investerarna såg tidigt att avkastningsnivåerna var på väg att sjunka till de Europeiska nivåerna. På detta vis kunde de se en enorm värdeökning på sina fastigheter i Sverige.

Kapitel 7

Slutdiskussion

I detta kapitel anser vi besvara vår forskningsfråga. Vidare diskuteras studiens bidrag, såväl teoretiskt som praktiskt, till forskningsområdet.

7.1 Forskningsfrågan besvaras

”Vad motiverar uppkomst av premie på fastighetsportföljer och vad finns det för faktorer som påverkar denna?”

Som vi diskuterat i analysen har vi genom våra intervjuer urskilt vissa avgörande faktorer som ger upphov till portföljpremiens existens. Faktorerna utgör komponenter i efterfrågan på fastighetsportföljer. Dessa faktorer är:

- Diversifieringsvärdet, det värde en köpare är villig att betala för den kompetensen det krävs för att konstruera en effektivt diversifierad portfölj.
- Synergieffekter, det värde en köpare är villig att betala för den kompetensen det krävs för att sätta samman en portfölj som genererar synergieffekter.
- Stordriftsfördelar, det värde en köpare är villig att betala för det värde som uppstår genom att äga många fastigheter.
- Värdet av att förvärva ett stort fastighetsbestånd snabbt.
- Värdet av att undvika transaktionskostnader som uppstår vid förvärv av enskilda fastigheter.

Dessa fem faktorer flyter i viss mån samman, framför allt de tre förstnämnda. Enligt transaktionskostnadsteorin kan dessa tre faktorer klassificeras som sökkostnader. Således har vi två huvudsakliga faktorer som spelar in:

- Värdet av att förvärva ett stort fastighetsbestånd samtidigt.
- Värdet av att undvika transaktionskostnader som uppstår vid förvärv av enskilda fastigheter.

Vidare kan vi konstatera att fastighetsbranschens cykler följer Sveriges ekonomiska konjunktur. Detta ger att kapital strömmar in till landet och söker sig till fastigheter, vilket ökar efterfrågan på fastighetsportföljer. I och med detta drivs premien upp.

7.2 Studiens praktiska bidrag

Efter kartläggning av portföljpremiens beståndsdelar blir det av intresse att försöka fastställa respektive dels storlek och hur pass relevant varje del är. På sikt kan det vara av intresse att kvantifiera premien för att exakt se hur mycket man betalar för varje del. Det blir även intressant att se vilket ekonomiskt värde en investerare får ut av ägandet av en portfölj. Detta kan i framtiden även vara intressant ur redovisningssynpunkt. Som det är i dagsläget kan inte ett bolag redovisa sina fastigheter som en portfölj utan måste redovisa varje fastighet för sig. Det övervärde investeraren betalat för portföljen blir då det värde denne tvingas skriva ned sitt bestånd med. Det blir alltså en minuspost i balansräkningen vilket inte är önskvärt.

Vårt praktiska bidrag kan anses som början till en grund i jakten på premiens kvantifiering.

7.3 Studiens teoretiska bidrag

Med hjälp av vårt resultat har vi dragit slutsatser om hur premien de facto är uppbyggd. Vilka komponenter som där ingår har redogjorts för. I den kontext som vi lägger fram denna studie vill vi framhålla dynamiken och föränderligheten i det moderna, ekonomiska samhället.

När intresset för fastighetsbranschen blir allt mer centralt och när forskningens gränser hela tiden trycks framåt är ingenting beständigt. Vi måste hela tiden hålla i sinnet att detta fenomen är relativt ungt och forskningen på detta område är alltigenom begränsad. Att betala en premie på portföljer är något som bara existerat i ett fåtal år. Detta område har inte uppmärksammats i den graden som kanske varit adekvat. Särskilt med tanke på att portföljer handlades till mängdrabatt bara för cirka fem år sedan.

Denna studie har som syfte att undersöka vilka motiv som ligger bakom uppkomsten av en premie vid handel med fastighetsportföljer. Vidare är syftet att undersöka vad som påverkar och utvecklar premien. Innan denna studie rådde det oklarheter vilka beståndsdelar premien har samt vilken roll dessa spelar i uppkomsten av premien. Vi har lagt grundstenarna till vad premien består av och hur dessa påverkar premien. Detta teoretiska bidrag till vetenskapen kan ses som ett första steg mot vidare undersökning av fenomenet premier på fastighetsportföljer.

7.4 Reflektioner studiens slutsatser

Vi befinner oss idag i en högkonjunktur och mängden kapital som söker fastigheter är idag förhållandevis stort. När den svenska marknaden i allmänhet och den svenska fastighetsbranschen i synnerhet befinner sig i en uppgångsfas kan vi tydligt se förekommandet av premier på portföljer. Vad händer då efterfrågan på fastigheter stagnerar och fastighetsbranschens uppgång avtar? Kommer vi då att gå tillbaka till en situation där rabatter på fastighetsportföljer är praxis? Ser vi tillbaka fem år i tiden, då marknaden var relativt sett svagare, var rabatter vanligt förekommande på fastighetsportföljer. Det läge vi ser idag är antagligen inget ”normalläge”. På sikt kan höjda räntor och därigenom ett minskat intresse för just fastigheter komma att kyla av marknaden och portföljpremierna på fastigheter sjunka, om inte helt försvinna.

Kapitel 8

Källförteckning

8.1 Vetenskapliga publikationer

Lind, Hans. "Nya ägare – effektivare resursutnyttjande? En studie av ägarförändringar på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden 2000-2005" KTH, Stockholm, 2005

Lind, Hans. "Direktavkastning och direktavkastningskrav för fastigheter – En analys av begrepp, mätproblem, påverkande faktorer och användbarhet" KTH, Stockholm, 2004

Markowitz, Harry M., (1952), *Portfolio Selection*, Journal of Finance, vol. 7.

8.2 Litteratur

Ansoff, I., (1965). *Praktisk företagsstrategi: Taktik för tillväxt och expansion*. Stockholm: Wahlström & Widstrand.

Bryman, Alan, (2002). *Samhällsvetenskapliga metoder*, Malmö: Liber ekonomi.

Elton, Edwin J., Gruber, Martin J., Braun, Steven J., Goetzmann, William N., (2002), *Modern portfolio theory and investment analysis*, Hoboken, NJ: Argosy Publishing.

Eklund, Klas, (2001). *Vår ekonomi – En introduktion till samhällsekonomin*, Värnamo: Fälth & Hässler.

Eriksson, Lars T, Wiedersheim-Paul, Finn, (2006), *Att utreda, forska och rapportera*, Malmö: Liber ekonomi.

Fregert, K., Jonung L., (2003), *Makroekonomi. Teori, politik och institutioner*,
Lund: Studentlitteratur.

Holme, Idar M, Solvang, Berndt K., (1996). *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*.

Lund, Studentlitteratur.

Holter, H, Kalleberg, R., (1982), *Kvalitative metoder i samfunnsforskningen*.
Oslo: Universitetsforlaget.

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

Sanberg, Nils-Erik, (2005), *Vad kan vi lära av kraschen?*,
Stockholm: SNS Förlag.

Svenning, C., (2003), *Metodboken*,
Eslöv: Lorentz förlag.

Williamson, O. E., (1975). *Markets and hierarchies: analysis and Antitrust Implications*,
New York: Free Press.

8.3 Fackliga rapporter

Leimdörfer, 1:2006, *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen.*

Leimdörfer, 1:2005, *Fastigheter – Investeringsstillfälle eller bubbla?*

Leimdörfer, 1:2004, *Hälften så många, dubbelt så bra.*

8.4 Elektroniska källor

Dagensnyheter, (2004-11-06), *Svenska fastigheter brett byte för utländska investerare.*

<http://www.dagensnyheter.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?d=678&a=591762&previousRenderType=1>

PricewaterhouseCoopers, (2005-05-02), *Fastighetsbolagen påverkas av IFRS.*

http://www.pwc.com/se/swe/ins-sol/publ/agenda/Agenda_205.pdf

Fastighetsägarna, (1999-05-19), *Bättre avkastning på fastigheter än aktier och obligationer i fjol*

<http://www.xn--fastighetsgarna-9kb.se/system/fastighetstidningen/article.asp?articleId=943>

Fastighetsägarna, (2006-xx-xx) *“Vanligt bondförnuft räcker långt”*

http://www.fastighetsagarna.se/lokal/fastighetstidningen/eget/ekonomi_marknad/2006/ekonomi_marknad4_06.Pdf

Familjebostäder i Göteborg AB, *”Årsredovisning 2001”*

<http://familjebostadergbg.donator.se/files/ar2001.pdf>

Ekonominyheterna, (2006-09-13), *”Fastighetsmarknaden slår nya rekord”*

http://ekonominyheterna.se/nyheter/2006/09/13/fastighetsmarknaden_slar_nya_re/index.xml

Aberdeen Property Investors, (2006-09-20), "Hög totalavkastning på svenska fastigheter i år enligt Aberdeen"

<http://www.aberdeenpropertyinvestors.se/Templates/News1.aspx?PageID=edd08814-c874-40b1-b8c0-b216c62c5bb8>

Statistiska centralbyrån

www.scb.se

svensk fastighetsindex

www.sfi.se

8.5 Muntliga Källor

Andersson, Mikael. Analytiker, Leimdörfer

Bastman, Henrik. Fastighetstransaktioner, Jones Lang Lasalle

Björkman, Gustav. Carnegie Fastigheter

Cöster, Göran. SEB

Dahlin, Sven. Delägare, Leimdörfer

Dahlstedt, Per O. Företagskrediter, SBAB

Hedberg, Nils. VD, Heba Fastighets AB

Hermelin, Gustav. VD, Klöver

Jacobsson, Agneta. Managing Director, DTZ

Jarl, Anders. VD, Wihlborgs

Johansson, Lars. Vice VD, AP Fastigheter

Källèn, Rutger. Head of Real Estate Finance, Handelsbanken

Lindberg, Lovisa. Asset Manager, Keops

Sellin, Erik. VD, Balder

Virta, Caj. Director, CBRE