



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

HT2014

# Fastighetsfinansiering

En fallstudie om finansieringsmöjligheter i Sverige och Danmark

**Författare:**

Pontus Arkestad

Christian Hållberg

Oskar Windolf

**Handledare:**

Erling Green

## Förord

Vi hade inte haft möjlighet att genomföra uppsatsen om det inte vore för de fastighetsbolag, banker och pensionsbolag som ställde upp på intervjuer. Vi vill rikta ett stort tack till dessa för den värdefulla information de lämnat. Slutligen vill vi rikta ett tack till vår handledare Erling Green.

Trevlig läsning!

# Sammanfattning

**Titel:** Fastighetsfinansiering – En fallstudie om finansieringsmöjligheter i Sverige och Danmark

**Seminariedatum:** 2015-01-15

**Ämne/kurs:** FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

**Författare:** Pontus Arkestad, Christian Hållberg, Oskar Windolf

**Handledare:** Erling Green

**Nyckelord:** Fastighetsbolag, Fastighetsfinansiering, Kapitalmarknad, Obligationer, Realkredit

**Syfte:** Författarna ämnar beskriva och analysera fastighetsföretags finansieringsmöjligheter och överväganden vid finansiering inom fastighetsbranschen.

**Metod:** Kvalitativ studie med induktiv ansats. Informationssökning gjordes på internetsidor samt i facklitteratur för att öka kunskapen inom området, därefter genomfördes intervjuer.

**Teoretiska perspektiv:** Studien utgår ifrån teorier om kapitalstruktur, vilka innefattar Modigliani-Miller-teoremet, Trade-off-teorin, Marknadstimingsteorin samt Pecking-order teorin. Jämförelse med tidigare forskning och uppsatser görs även.

**Empiri:** Empiri har samlats genom personliga intervjuer, via fysiska möten samt via telefon.

**Resultat:** Studien har visat att det finns skillnader avseende finansieringsmöjligheter för svenska fastighetsbolag i Sverige respektive Danmark. Tradition påverkar hur marknaderna ser ut, och därmed vilka olika alternativ som finns tillgängliga på respektive marknad. På den svenska marknaden sker en fortsatt ökning av alternativa finansieringsalternativ, även om banklån föredras. Inställningen till kreditgivning i länderna har sedan finanskrisen förändrats vilket bland annat har sin förklaring i regelverk som Basel III.

# Abstract

**Title:** Real Estate Financing – a study of financing alternatives in Sweden and Denmark

**Seminar date:** 2015-01-15

**Course:** FEKH89, Degree project in Finance, Undergraduate level, 15 ECTS-credits

**Authors:** Pontus Arkestad, Christian Hållberg, Oskar Windolf

**Supervisor:** Erling Green

**Keywords:** Fastighetsbolag, Fastighetsfinansiering, Kapitalmarknad, Obligationer, Realkredit

**Purpose:** The authors wish to describe and analyse real estate companies' considerations in financing in the real estate industry.

**Methodology:** Qualitative study using an inductive approach. We searched for information on the Internet and in literature to increase our knowledge in the subject, then we conducted interviews.

**Theoretical perspective:** The study is based on theories about capital structure, including Modigliani Miller theorem, Trade-off theory, Market Timing Theory and Pecking Order Theory. A comparison with previous studies and theses is also made.

**Empirical foundation:** Empirical data was collected through personal interviews, both on site and also via telephone.

**Conclusions:** The thesis concludes that there are major differences regarding real estate financing alternatives in Sweden and Denmark. Tradition affects largely the different options available in each market. On the Swedish market the trend is toward continued growth of alternative financing alternatives, even if traditional bank loans are preferred. The approach to lending has changed after the financial crisis due to regulations like the Basel III-regulation.

# Innehållsförteckning

1 Inledning.....	1
1.1 Bakgrund .....	1
1.2 Problemdiskussion .....	2
1.3 Problemformulering .....	3
1.4 Syfte .....	3
1.5 Avgränsning .....	3
1.6 Disposition .....	4
2 Teoretisk referensram.....	5
2.1 Definition för kommersiell fastighet.....	5
2.2 Kreditgivning .....	5
2.2.1 Kredit.....	5
2.2.2 Kreditbedömning.....	6
2.2.3 Betalningsförmåga och betalningsvilja .....	6
2.2.4 Kreditriskbedömning.....	6
2.3 Kreditgivning vid fastighetsfinansiering.....	7
2.4 Kreditmarknad.....	7
2.5 Aktiemarknaden .....	8
2.6 Basel III.....	8
2.7 Alternativa finansieringsformer .....	8
2.7.1 Realkreditlån .....	8
2.7.2 Företagsobligationer.....	9
2.7.3 Preferensaktier.....	10
2.7.4 Övriga finansieringsalternativ .....	10
2.8 Vetenskapliga teorier.....	11
2.8.1 Modigliani-Miller-teoremet .....	11

2.8.2 Trade-off-teorin .....	12
2.8.3 Asymmetrisk information .....	12
2.8.4 Pecking-order teorin .....	12
2.8.5 Marknadstimingsteorin.....	13
2.9 Tidigare studier .....	13
2.9.1 Tidigare uppsatser .....	13
2.9.2 Sammanställning av tidigare studier .....	14
3 Metod .....	16
3.1 Metodval.....	16
3.2 Datainsamling.....	16
3.2.1 Primärdata .....	16
3.2.2 Sekundärdata .....	16
3.3 Urval.....	17
3.4 Tillvägagångssätt.....	17
3.5 Metodkritik.....	18
3.6 Metodsammanfattning.....	19
4 Empiri.....	20
4.1 Fastighetsbolag.....	20
4.1.1 Wihlborgs .....	20
4.1.2 Balder .....	23
4.1.3 Akelius .....	24
4.2 Svenska banker.....	25
4.2.1 Danske Bank (Göteborg).....	25
4.2.2 Swedbank Markets .....	26
4.3 Danska banker .....	28
4.3.1 FIH Erhvervsbank .....	28
4.3.2 Realkredit Danmark .....	30

4.4 Pensionsbolag.....	32
4.4.1 Alecta .....	32
5 Analys och slutsats .....	33
6 Förslag på vidare forskning.....	38
7 Källhänvisning .....	39

# 1 Inledning

*I detta kapitel presenteras bakgrund, problematisering, frågeställning och syfte. I övrigt redogörs för avgränsningar och uppsatsens disposition.*

## 1.1 Bakgrund

Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är det viktigt med en väl fungerande fastighetsmarknad som kan tillhandahålla bostäder och lokaler för tillväxt och utveckling av samhällsekonomin. Fastighetsmarknaden är en viktig integrerad del av samhällsekonomin genom att den möjliggör för att städer ska kunna växa och att företag ska utveckla sina verksamheter.

En fastighetsinvestering kännetecknas av att kapitalkostnaden i normala fall är stor i relation till vinsterna som investeringen genererar. Detta förklaras av att en fastighetsinvestering förväntas generera ett kassaflöde under en lång investeringshorisont. Samtidigt anses en fastighetsinvestering vara en investering med lägre risk i förhållande till många andra investeringar. Av sådana förklaringar har investeringar i fastigheter därför i hög grad varit finansierade med stor andel främmande kapital.

I Sverige har investeringar i kommersiella fastigheter traditionellt finansierats av kreditlån från olika banker. Tillgången till finansiering har förändrats med tiden och varierat beroende på makroekonomiska faktorer allt eftersom att konjunkturläget i Sverige och omvärlden förändrats (Hartomaa, 2013). Ur sådana situationer har svenska storbanker tidigare dragit viktiga lärdomar, särskilt från bankkrisen i början av 1990-talet. Konsekvensen då blev att bankerna började fokusera på kundernas kassaflöden kompletterat med mer restriktiva belåningsgrader. Samtidigt började bankerna att diversifiera risker och överlät delar av utlåningen i fastigheter till andra banker (Finansinspektionen, 2009). Värdeutvecklingen på fastighetsmarknaden har därefter varit god och utvecklingen har medfört att även utländska banker etablerat verksamhet på den svenska marknaden. Utbudet av kapital har varit bra i Sverige fram till den allmänna konjunkturedgången och likviditetskrisen under finanskrisen. Krisen visade dock att det fanns brister i regleringen av banker och tvingade fram skärpta regler om bland annat högre kapitaltäckningskrav. För Sverige medförde detta att tillgången



till kapital minskade till nya investeringar. Dessutom minskade kapitaltillgången som en följd av att utländska banker avvecklade sina verksamheter (Hartomaa, 2013). Den reducerade tillgången till kapital efter finanskrisen har medfört att aktörer inom den svenska fastighetsbranschen har sökt alternativa former för att säkra och förbättra sin tillgång till finansiering (Hartomaa, 2013). I detta perspektiv blir det därför viktigt med en fungerande kapitalmarknad för finansiering av fastigheter. Fastighetsmarknaden är en kapitalintensiv bransch till vilken en omfattande del av samhällets utlåning idag sker. Uppskattningsvis står fastighetsbolagen för cirka 20 procent av storbankernas utlåning (Fastighetsägarna, 2014). Därför är det avgörande att tillgången på kapital kan fortsätta att vidhållas för fortsatta investeringar. Med betydande brister i kapitalmarknaden kan det uppstå långtgående effekter för samhällsutvecklingen.

## 1.2 Problemdiskussion

På alla marknader har det idag utvecklats olika traditioner vid finansiering av kommersiella fastigheter. Att den svenska modellen för finansiering av kommersiella fastigheter skulle vara den enda är alltså inte sant. Ett finansiellt system är ett resultat grundat på långvariga traditioner, baserade på tillförlitlighet och långsiktighet. Det är viktigt att ett finansiellt system kan tillåtas fungera med tiden, eftersom det annars skulle äventyra framtida stabilitet och tillväxt i samhället.

Följderna av den senaste finanskrisen har enligt media påverkat den svenska marknaden där ett striktare regelverk har införts på finansmarknaden. Beslutet om implementering av Basel III-regelverket betyder att banker kommer ha krav om högre kapitaltäckning. Detta kommer i förlängningen leda till att fastighetsbolag kommer få svårare att låna från bankerna (Hartomaa, 2013).

Samtidigt som finanskrisen påverkade kapitalmarknaderna drabbades den danska fastighetsmarknaden av en fastighetskris. I Danmark finansieras en stor andel av fastighetsbeståndet, privata bostäder och kommersiella fastigheter, av realkreditlån. Realkreditlån är kapital som allokerats från kapitalmarknaden via specifika realkreditobligationer. Modellen med realkreditlån anses skilja sig från den svenska på flera sätt och därför anser vi det intressant att undersöka vad traditionen på den danska marknaden

med realkreditlån medfört för finansiering av kommersiella fastigheter och utvecklingen av alternativa finansieringsformer.

I tidigare studier har den huvudsakliga frågan inte handlat om konsekvenser som kommer av det nuvarande finansiella systemet. Studierna har istället genomgående behandlat alternativa finansieringsformer som ett komplement till dagens bankfinansiering vid bristande finansieringsmöjligheter. Studier har även visat på den finansiella krisens påverkan på fastighetsbolagen. Vi anser att det därför är av intresse att utreda vilka förutsättningar och problem som finns på den svenska respektive danska finansieringsmarknaden.

### **1.3 Problemformulering**

Utifrån vad som har framgått i problemdiskussionen kan följande frågeställningar formuleras:

Hur har inställningen till kreditgivning till fastighetsbolag hos banker i Sverige och Danmark förändrats?

Hur ser svenska fastighetsbolags finansieringsmöjligheter och val av finansiering ut vid fastighetsinvesteringar i Sverige och Danmark?

### **1.4 Syfte**

Syftet med denna uppsats är att beskriva och analysera låntagarens respektive långivarens överväganden vid finansiering av fastigheter i Sverige respektive Danmark.

### **1.5 Avgränsning**

Undersökningen har avgränsats till svenska fastighetsbolag med ett fastighetsbestånd i Öresundsregionen. Fokus kommer att ligga på att skildra traditionell bankutlåning och realkreditutlåning, men även vilka förutsättningar som finns vid alternativ lånefinansiering.

## 1.6 Disposition

Uppsatsen inleds med ett introduktionskapitel där uppsatsens syfte och frågeställningar redogörs.

I kapitel två behandlas den teoretiska referensramen, tidigare forskning samt relevanta teorier inom området.

Efter detta följer i kapitel tre en beskrivning av den metod som använts.

Kapitel tre följs i kapitel fyra av en empirisk del där de utvalda intervjurespondenterna samt de empiriska data som framkommit i intervjuerna presenteras.

I kapitel fem diskuteras slutsatsen och de empiriska data som framkommit i intervjuerna analyseras.

Avslutningsvis i kapitel sex presenteras förslag på fortsatta studier inom området.

## 2 Teoretisk referensram

*I detta kapitel redogörs den teoretiska bakgrund som behandlar relevanta ämnen för vår studie. Syftet med detta är att öka förståelsen för vad som behandlas i uppsatsen.*

### 2.1 Definition för kommersiell fastighet

En klar definition för vad som är en kommersiell fastighet är idag inte definierad. Enligt Nationalencyklopedin (2014) finns det inte någon entydig definition för kommersiell fastighet. Här definieras enskilt kommersiell ”som i första hand tjänar vinstintressen” och fastighet som ”ett bestämt område som enligt jordabalkens regler utgör fast egendom”. En förenklad definition uttrycks av Lind och Lindström (2009, s.16) som ”allt förutom bostäder med undantag för bostadshyresrätter”. Med denna definition inryms näringsfastigheter, hyresfastigheter, industrifastigheter samt jordbruksfastigheter enligt betydelsen. En näringsfastighet definieras enligt Inkomstskattelagen (2 kap. 14§) som en fastighet som inte är privatbostadsfastighet.

### 2.2 Kreditgivning

#### 2.2.1 Kredit

Kredit innebär ”ett krav på en fysisk eller juridisk person (gäldenär) på grund av en överenskommelse med en annan fysisk eller juridisk person (borgenär) att fullgöra en betalningsskyldighet i pengar till borgenären”. Överenskommelsen som uppnås mellan parterna kallas för ett kreditavtal (Sigbladh & Wilow, 2008, s. 13). Vid kreditgivning är kreditavtalet ofta en skriftlig förbindelse där villkor för krediten regleras. Villkor skiljer sig åt beroende på vad båda parter har avtalat om. Förutom villkor för ränta, löptid och amortering kan kredittagaren kräva förbehåll i avtalet som kredittagaren måste uppfylla under kreditlöptiden (Sigbladh & Wilow, 2008, s. 34).

### **2.2.2 Kreditbedömning**

I samband med kreditgivning behöver en kreditgivare en uppfattning om företaget via en kreditbedömning. En kreditbedömning är grundad på analyser som kreditgivaren senare kan använda som argument under kreditförhandling. Ett företags möjlighet till kredit beror på företagets ekonomiska situation, kompetens, säkerheter samt utvecklingsmöjligheter vid kreditgivningstillfället. Kreditgivaren analyserar företaget och företagsledningens kompetens för att överbrygga den informationsasymmetri som råder mellan parterna. Samtidigt analyserar kreditgivaren det projekt, vad gäller risk och lönsamhet, som kredittagaren avser finansiera (Broomé, Elmer & Nylén, 1998, s.51-82).

### **2.2.3 Betalningsförmåga och betalningsvilja**

Inom banker och övriga finansiella institut finns det två begrepp som är centrala i kreditgivningssammanhang; betalningsförmåga och betalningsvilja. (Sigbladh & Wilow, 2008, s. 33). En kredittagare utan betalningsförmåga saknar eller förlorar möjligheten att betala tillbaka ett lån, oberoende vilken betalningsvilja kredittagaren har. Kreditgivare som vill undvika kreditförluster bör därför alltid säkerställa betalningsförmågan för att därigenom minimera kreditrisken (Sigbladh & Wilow, 2008, s. 34).

### **2.2.4 Kreditriskbedömning**

Kreditrisk är den befintliga risk som en kreditgivare har att kredittagaren inte kan fullgöra sina betalningsskyldigheter (Bläckberg, 2015). Den ekonomiska förlust som en kreditgivare drabbas av kallas för en kreditförlust (Gleisner, 2015).

Kreditriskbedömning är en bedömning eller analys av två risker (Sigbladh & Wilow, 2008, s. 34):

1. Risk för obestånd
2. Risk vid obestånd

Vid risk för obestånd finns det en risk att kredittagaren inte lever upp till sina förpliktelser att kunna betala ränta, amorteringar, med mera. Den bedömning som ligger till grund är en

företagsanalys där företagets finansiella ställning blir analyserad. Vid risk vid obestånd bedöms värdet av en för krediten lämnad säkerhet (Sigbladh & Wilow, 2008, s. 34). Riskbedömning är en kontinuerlig process där bedömning av betalningsförmågan hos kredittagaren sker under kreditlöptiden (Sigbladh & Wilow, 2008, s. 38).

## **2.3 Kreditgivning vid fastighetsfinansiering**

Kreditgivning som beskrivs i föregående avsnitt är en generell beskrivning. Vid belåning av fastigheter används panträtt, vilken är en form av säkerhet. Säkerheten är bunden till egendomen och ger innehavaren av panten rätt att sälja fastigheten vid kredittagarens obestånd. Centralt i detta förfarande är att kredittagaren avger en pantsättningsförklaring av krediten som säkerhet för betalning av krediten. Pantsäkerheten uttrycks som pantbrev, vilka kan lyftas med olika belopp, som överlämnas till kreditgivaren (Sigbladh & Wilow, 2008, s 101-102).

Säkerhet i fast egendom, inkluderar samtliga typer av fastigheter, kombineras med någon form av analys av återbetalningsförmåga och kassaflöde av den fastighet som ska belånas. Kreditvärdigheten i en kommersiell fastighet bedöms konventionellt utifrån en värdering av framtida kassaflöden (Råckle, 2011, s.459-460). Tyngdpunkten för värderingen ligger i nuvärdet av samtliga existerande och förväntade hyreskontrakt. Värdet av varje enskilt kontrakt med löptid, risker och villkor tillför därför till värdet av fastigheten (Persson, 2011).

Tillsammans med det uppskattade kassaflödet påverkas fastighetsägarens betalningsförmåga även av ränta och amorteringstakt. Samtliga faktorer är konjunkturberoende, varför ett bedömt marknadsvärde på en fastighet inte har statistiskt värde. På marknader med svag ekonomisk utveckling kan kreditgivaren besluta om en snabbare amorteringstakt (Råckle, 2011, s. 460).

## **2.4 Kreditmarknad**

Kapitalanskaffning såsom är beskrivet i föregående avsnitt är verksamhet som delvis kan räknas till marknaden för lånat kapital, kreditmarknaden. Till kreditmarknaden räknas bankernas in- och utlåningsverksamhet samt obligations- respektive penningmarknaden. Trots att bankernas in- och utlåningsverksamhet består av separata avtal tillhör denna verksamhet

även kreditmarknaden. På kreditmarknaden handlas räntebärande fordringar. Handel på penningmarknaden domineras av diskonteringsinstrument med en löptid som är kortare än ett år. Under senare år innefattar penningmarknaden även obligationer som tidigare tillhört obligationsmarknaden, vilka är löpande skuldebrev som traditionellt har haft en löptid på längre än två år. Penningmarknadsinstrument handlas normalt inte på börser, utan priser sprids via informationssystem. Handel på primärmarknaden är mer omfattande (Hagerud, 2015).

## **2.5 Aktiemarknaden**

Företag har en möjlighet att utnyttja aktiemarknaden för kapitalanskaffning. På aktiemarknaden handlas andelar i äganderätten till ett företag, via en primär- och sekundärmarknad. Primärmarknaden är viktig för ett företags kapitalanskaffning parallellt med anskaffning av främmande kapital (Hagerud, 2015).

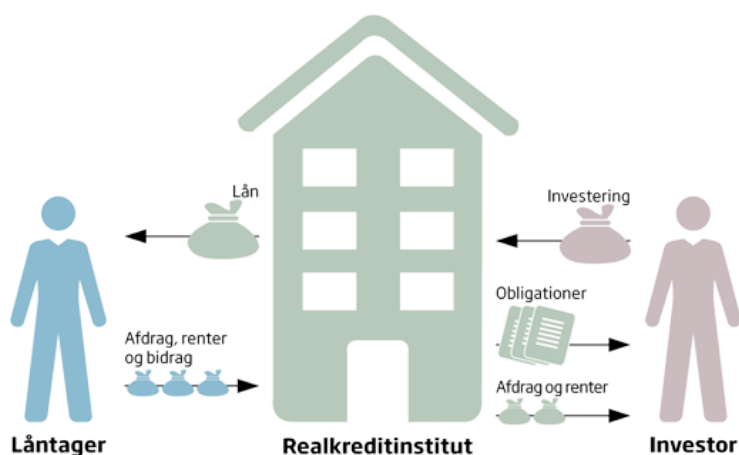
## **2.6 Basel III**

Basel III är ett regelverk som reglerar bankernas utlåning. Det har tillkommit efter den senaste finanskrisen och är en utvidgning av de tidigare regelverken Basel I och II, som inte fångade upp riskerna tillräckligt. Baselkommittén beslutade under 2010/2011 att de nya reglerna skulle börja implementeras från 2013-2015. Syftet med tilläggen är att minska bankernas finansiella risker och samtidigt minska förlustriskerna för dessa. De nya reglerna innebär att bankerna kommer ha krav om högre kapitaltäckning och följaktligen inte kommer att kunna låna ut lika mycket som tidigare (Riksbanken, 2011).

## **2.7 Alternativa finansieringsformer**

### **2.7.1 Realkreditlån**

Det danska realkreditsystemet bygger på att realkreditinstituten ställer ut säkerställda obligationer som är direkt knutna till specifika lån.



(Realkreditrådet, 2014)

För att låna till en fastighet ges således ett lån från realkreditinstitutet, dit låntagaren betalar ränta plus en avgift. Realkreditinstitutet ställer i sin tur ut en realkreditobligation med fastigheten som underliggande pant. Investerare får sedan möjlighet att köpa dessa obligationer med rätt till den ränta som låntagaren betalar för lånet. Ett realkreditinstitut är med andra ord en intermediär mellan låntagare, som ska köpa fastigheter, och investerare, som finansierar dessa lån genom köp av obligationer. Låntagarens räntebetalning sker alltså direkt till obligationsinnehavare med realkreditinstitutet som intermediär, och för att täcka den kreditrisken som ändå uppstår tar realkreditinstitutet ut ett bidrag, som motsvarar en procentuell andel av det utestående lånet. Realkreditlånen kan inlösas i förtid, då låntagaren kan köpa realkreditobligationerna, som ligger till grund för lånet, på marknaden till marknadspris (Realkreditrådet, 2014).

## 2.7.2 Företagsobligationer

### *Företagsobligationer med eller utan säkerhet*

En företagsobligation är ett räntebärande värdepapper med en bestämd löptid på ett år eller längre. Obligationerna emitteras oftast i form av kupongobligationer, vilket betyder att utfärdaren betalar innehavaren en regelbunden ränta fram till fram till löptidens förfallodatum. Vid löptidens förfallodatum kommer även det nominella lånebeloppet betalas tillbaka. Det förekommer även nollkupongobligationer utan betalning av konstant kupong, där skuldebrevet köps till ett diskonterat pris i förhållande till det nominella värdet som återbetalas vid löptidens slut (Tegin, 1997).



### *Säkerställda obligationsprogram (MTN-program)*

MTN, *medium term notes*, är ursprungligen ett alternativ till kortfristig finansiering genom certifikat och långfristig finansiering genom obligationer. Löptiden för denna värdepappersform kan variera betydligt från nio månader upp till 30 år och emitteras oftast som ett kuponginstrument. Värdepappersformen möjliggör att företag i ett MTN-program kan emittera flera obligationer inom samma prospekt. Dessa värdepapper till varierande summor på antingen en kontinuerlig eller oregelbunden basis. Möjligheter till större flexibilitet finns för en emittent som använder ett MTN-program. MTN-program kan utfärdas med en fast ränta, men även bestämmas utifrån en rörlig ränta baserad på marknadsräntor eller råvarupriser (Crabbe, 2005).

### **2.7.3 Preferensaktier**

En preferensaktie är en aktie enligt kategorisering, men delar egenskaper vanliga för både stamaktier och skulder. En ägare av en preferensaktie har en företrädesrätt framför övriga aktier vid utdelning och likvidation. Utdelningen är ofta på förhand bestämd till en procentandel av det nominella värdet på preferensaktien. Utgår ingen utdelning på grund av ett negativt utfall i resultatet kan ägaren inte sätta det emitterande företaget i konkurs. Vid emission av en preferensaktie kan olika villkor bli gällande. Emittenten kan bland annat sätta villkor om återköp vid en vald tidpunkt eller inskriva en konverteringsrätt till stamaktier (Fabozzi, Ferri & Mann, 2005, s.15-16).

### **2.7.4 Övriga finansieringsalternativ**

#### *Direktfinansiering*

Direktfinansiering är en relativt ny finansieringsform inom fastighetsbranschen som innebär att finansieringar sker direkt genom att till exempel pensionsfonder eller försäkringsbolag lånar ut pengar direkt till fastighetsbolag. I utbyte för detta får de pantsäkerhet i fastigheter (Fastighetsvärlden, 2013).

## 2.8 Vetenskapliga teorier

### 2.8.1 Modigliani-Miller-teoremet

Den relativa fördelningen mellan lånat kapital och eget kapital utgör ett företags kapitalstruktur. Ett företag kan välja mellan att finansiera sin verksamhet fullt ut genom eget kapital eller genom en kombination av lånat kapital och eget kapital. Ur ett akademiskt perspektiv har det anförts att ett företags kapitalstruktur är av sekundär betydelse i ett avkastningsperspektiv på eget kapital i företaget. Finansiering genom lånat kapital ökar risken i eget kapital då räntekostnader kommer att utgå före eventuell utdelning av överskott till företagets aktieägare. Detta leder till att investerare kommer att begära en högre avkastning för att kompensera för den ökade risken.

Franco Modigliani och Merton Miller (1958, s.261-297) redogjorde genom sin publikation av artikeln *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* för sitt teorem som behandlar kapitalstrukturen. Teoremet har gjort starkt avtryck på finansiell forskning och praktik. Författarna föreslog att under förhållanden med perfekta kapitalmarknader kommer värdet för ett företag vara oberoende av kapitalstrukturen. Det vill säga, under villkor att inga skatter, transaktionskostnader och emissionskostnader existerar, kommer värdet för företaget att vara detsamma. Modigliani och Miller grundar detta antagande på villkoret att utan skatter eller andra transaktionskostnader kommer lagen om ett pris att råda. Detta innebär att det totala kassaflöde som utgår till företagets samtliga parter måste vara ekvivalent med det totala kassaflöde som genererats av företagets tillgångar.

Modigliani och Miller skildrar i sitt teorem en situation med perfekta marknader. Med perfekta marknader avses förutom vad gäller skatter och transaktionskostnader även en marknad där det inte förekommer någon informationssymmetri och att risker i företag är synliga för alla. I verkligheten finns inte någon marknad som infriar dessa villkor. Miller och Modigliani (1963, s.433-443) kunde genom en utveckling av sitt teorem redogöra när en sådan marknad inte existerar. Det är framförallt skatter som kommer att påverka ett företags val mellan eget kapital och lånat kapital. Ett företag kan genom en högre andel lånat kapital förbättra det totala värdet på företaget. Detta beror på att företaget erhåller en skattesköld när det finansierar verksamheten med lånat kapital. Eftersom räntor är avdragsgilla kostnader kan

företaget sänka sitt beskattningsbara resultat. Ett lägre resultat medför att företaget betalar en mindre summa i skatt och ökar värdet på företaget eftersom det kassaflödet stiger.

### **2.8.2 Trade-off-teorin**

Trade-off-teorin är en fortsatt påbyggnad av Modigliani och Millers teorem som även väger in kostnader som uppstår till följd av ekonomiska problem. Den väger in fördelarna som uppstår som en följd av skatteskölden i lånat kapital mot kostnaderna som orsakas av ekonomiska problem associerade med högre skuldsättning. Enligt teorin kommer det totala värdet i ett skuldsatt företag att vara ekvivalent med värdet av ett företag utan skulder adderat med kassaflödet från skattebesparingar i lånat kapital, subtraherat med nuvärdet av kostnaderna för ekonomiska problem. Genom trade-off-teorin kan det därför vara möjligt att beräkna en optimal kapitalstruktur om samtliga kostnader är kända. Är det möjligt att beräkna kostnaderna vid samtliga skuldsättningsgrader kan den optimala kapitalstruktur som maximerar värdet av företaget beräknad. Mellan företag varierar riskerna, varför företag associerad med en hög risk är mer begränsade att finansiera sin verksamhet med lånat kapital jämfört med ett företag med låg risk (Berk och DeMarzo 2014, s.550-552).

### **2.8.3 Asymmetrisk information**

Asymmetrisk information uppstår i en situation då en eller flera parter i en finansiell transaktion har bättre information än de andra gällande faktorer som påverkar transaktionen (Mishkin och Eakins, 2011, s. 25).

### **2.8.4 Pecking-order teorin**

Pecking-order teorin utgår från att det finns informationsasymmetrier där företagsledningen känner till företagets utsikter, risker och värde bättre än företagets ägare. Detta påverkar företagsledningens val mellan främmande kapital och eget kapital samt intern eller extern finansiering. Utifrån detta val uppstår det en rangordning mellan olika alternativ för hur företaget ska finansiera nya projekt. Kännedomen om informationsasymmetri medför att interna medel främst föredras framför andra alternativ. Därefter favoriseras nyupptagna

skulder framför nyemission eftersom nyupptagna lån signalerar om att företaget är lönsamt och aktien undervärderad. Detta medför att ett företag inte har någon optimal kapitalstruktur. (Myers, 1984)

## **2.8.5 Marknadstimingsteorin**

Teorin om marknadstiming säger att under förhållanden när det råder informationsasymmetrier mellan företagsledningen och företagets ägare, kommer valet mellan främmande kapital och eget kapital vara sekundärt prioriterat. Baker och Wurgler (2002) menar att valet istället styrs av marknadstiming, på marknadsförhållandena vid den tidpunkt då företaget sökte finansiering. Valet av finansiering kommer därför vara en bedömning av hur företagsledningen värderar företaget vid det aktuella tillfället. Är företaget underprissatt är det rimligare att använda främmande kapital, medan en hög värdering leder till en högre andel finansiering genom nyemission (Baker och Wurgler, 2002).

## **2.9 Tidigare studier**

*Det har sedan tidigare forskats inom ämnesområdet. Nedan ges information om tidigare forskning, dess resultat samt vilken relevans den fyller för denna uppsats arbete.*

### **2.9.1 Tidigare uppsatser**

*Viktor Mårtensson och Ragnar Åström (2013)*

I denna masteruppsats behandlar Mårtensson och Åström företagsobligationer som ett alternativ finansieringskälla till banklån. Vidare tar de upp olika sätt att strukturera för både säkerställda och icke-säkerställda obligationer samt vilka effekter detta får för investerare samt de bolag som utfärdar obligationerna.

De kommer i uppsatsen fram till att fastighetsobligationer är ett konkurrenskraftigt alternativ till banklåning och att många stora fastighetsbolag i Sverige skulle gynnas av att bli mer aktiva på obligationsmarknaden.

Sedan Mårtensson och Åström och skrev uppsatsen år 2013 har dock obligationsmarknaden i Sverige fått ännu större genomslag. Det har kommit flera nya fastighetsbolag som emitterat obligationer och dessutom men tanke på Basel 3:s införande ser vi det som relevant att undersöka dagens situation. Vad som också utelämnas i Mårtenssons och Åströms uppsats är den danska marknaden och de finansieringsalternativ som finns där vilket ämnas ta upp i vår uppsats.

*Louise Bergman och Evelina Åkerlind (2012)*

I denna uppsats skriven av Louise Bergman och Evelina Åkerlind är syftet att ta reda på vilka finansieringsalternativ till bankkredit som var aktuella när det begav sig. De har i arbetet haft en kort internationell utblick och där tittat på länderna Danmark, Norge och Tyskland och deras, som de nämner, mer omfattande obligationsmarknader.

Louise Bergman och Evelina Åkerlind klargör att det finns en chans att säkerställda obligationer kan ersätta bankkredit för långa upplåningstider. Dock menar de att det fortfarande finns en hel del frågetecken och syftar på oklarheten när till exempel en fastighet som pantsatts ska säljas.

Uppsatsen berör flera delar och det redogörs för de alternativa finansieringsformerna som finns men vi anser dock inte att det ges någon ingående bild av hur inställningen är till kreditgivning hos svenska banker till fastighetsbolag. Den internationella bild som ges är mycket knapp och beskriver endast den danska marknaden i stort vilket gör att en mer djupgående beskrivning av marknaden är relevant.

### **2.9.2 Sammanställning av tidigare studier**

Mycket av den tidigare forskning som beskrivs ovan har en tydlig avgränsning mot ett speciellt område som också finns också berört i denna uppsats. Det finns dock ingen direkt undersökning som tar upp både den svenska och danska fastighetsfinansieringen. Detta har bidragit till att vi i denna uppsats velat belysa både den danska och svenska marknaden och undersöka vilka förutsättning för fastighetsfinansiering som finns på respektive marknad och hur dessa skiljer sig med hänseende till exempelvis traditioner. Vidare avser uppsatsen att ta

reda på inställningen till kreditgivning till fastighetsföretag hos banker i Sverige och Danmark.

## **3 Metod**

*I detta kapitel redogörs arbetsgången för uppsatsen. Vi tar upp de val vi gjort och motiverar våra tillvägagångssätt. Vidare framförs även kritik till de metoder vi använt.*

### **3.1 Metodval**

Uppsatsen har en induktiv ansats och utförs med en kvalitativ metod (Bryman och Bell, s. 49). En kvalitativ arbetsmetod lämpar sig för att frågeställningen, som syftar till att beskriva och analysera överväganden vid finansiering av fastigheter, kommer fokuseras vid informationsinhämtande genom intervjuer. Vidare är vår uppsats, precis som Bryman och Bell föreslår att kvalitativ uppsats ska vara, mer inriktad på ord än på siffror och teorin vi samlar in genereras av insamlade av data. (Bryman och Bell, s.390)

### **3.2 Datainsamling**

#### **3.2.1 Primärdata**

Generering av primärdata har genomförts genom både personliga intervjuer och telefonintervjuer.

#### **3.2.2 Sekundärdata**

Sekundärdata har bestått av vetenskapliga artiklar, tidningsartiklar och böcker. En stor del av den informationen är hämtad från de databaser som Ekonomihögskolan i Lund förfogar över, såsom bland annat Business Retriever. Vanliga sökord som använts i sökandeprocessen har varit fastighetsbolag, fastighetsfinansiering, kapitalmarknad, obligationer och realkredit.

### 3.3 Urval

Urvalet av företag som intervjuats har varit personer inom bank- och fastighetsbranschen som anses ha goda kunskaper inom finansieringsområdet. Dessutom har en person från ett pensionsbolag intervjuats. Kravet för inkludering av fastighetsbolag har varit att de ska äga fastigheter i Öresundsregionen samt att de ska ha använt sig av någon form av alternativ finansieringsmetod såsom obligationer eller preferensaktier. Vid intervjuande av fastighetsföretag har intervjupersonen oftast varit företagets finanschef (CFO). I de fall då det inte var möjligt har intervjun istället genomförts med en person som innehar liknande kunskaper, såsom VD eller regionchef.

### 3.4 Tillvägagångssätt

De personliga intervjuerna har varit av semistrukturerad karaktär. Semistrukturerade intervjuer karakteriseras bland annat av ett tydligt fokus på vad som eftersöks redan från start för att på så sätt lättare kunna besvara de givna frågeställningarna (Bryman och Bell, s. 477).

Även om intervjufrågorna varit klara på förhand har dessa nödvändigtvis inte ställts i den strikta ordningsföljd de formulerats i. Ordningen har istället varit flexibel utifrån vad den intervjuade har sagt och har ofta utmynnats i en diskussion. Detta har lett till att vi löpande har reviderat intervjufrågorna. Syftet med denna metod är att den intervjuade ska berätta så mycket som möjligt utan att styras allt för strikt av den som intervjuar. (Bryman och Bell, s.480). Intervjuerna avvek i vissa fall från den egentliga frågeställningen och bidrog till att intervjurespondenten kunde berätta mer om sina tankar och åsikter inom området. Detta har därtill bidragit till att vi kunnat ställa följdfrågor under intervjuerna. En ytterligare fördel med de personliga intervjuerna är att de kunnat leda till uppföljningsintervjuer vid senare tillfälle, för att besvara ytterligare frågor eller för att förtydliga tidigare data. Detta har då skett genom mailkonversationer eller telefonsamtal (Bryman och Bell, s. 474).

Vid förberedelse inför kvalitativa intervjuer ska man enligt Lofland och Lofland (Bryman och Bell, s.78) fråga sig vad det egentligen är som är förbryllande eller oklart. Vi har därför innan intervjuerna särskilt studerat företagets verksamhet samt i fastighetsbolagens fall, hur deras alternativa finansieringssätt sett ut. Vid flera av intervjuerna, främst vid telefonintervjuerna,



har det skett att respondenten har fått se frågeställningarna på förhand. Detta då den intervjuade efterfrågat detta för att på så sätt skapa sig en bättre bild av vad vi velat fråga och samtidigt kunna förbereda sig. Vi har fått uppfattningen att detta har påverkat svaren vi fått på ett positivt sätt just med tanke på att den svarande varit särskilt förberedd.

De intervjuer vi genomfört har spelats in under förutsättning att vi fått tillåtelse av intervjurespondenten. Detta är särskilt viktigt för den detaljerande analys som väldigt ofta krävs vid kvalitativa undersökningar för att på så sätt ska kunna få intervjupersonernas svar i deras egna ord (Bryman och Bell, s. 484). Att inspelning har genomförts anser vi också varit fördelaktigt då vi sedan kunnat gå tillbaka och lyssna på informationen ytterligare gånger. Vidare har transkriberingar gjorts i de fall då det setts som nödvändigt för att använda till exempelvis citat.

### **3.5 Metodkritik**

I vissa fall har intervjuerna genomförts per telefon. Telefonintervjuer kan anses begränsa intervjumaterialet, och bidra till en försämrad interaktion med den intervjuade, bland annat på grund av avsaknad av intervjurespondentens kroppsspråk. Det finns inte heller möjlighet att tillgodogöra sig information genom visuella hjälpmedel, till exempel diagram eller bilder som ett exempel för att klargöra en frågeställning, vilket har skett vid intervjuer på plats. (Bryman och Bell, s.220). En annan sak som anses vara en nackdel är svårigheten att ställa följdfrågor. Dock har detta stärkts upp av att vi kunnat återkoppla med följdfrågor vid ett senare tillfälle till intervjurespondenterna.

Vid hämtning av sekundära källor via till exempel akademisk forskning och andra medier har viss varsamhet och försiktighet utnyttjats, då det en författare har för avsikt att förmedla kan leda till olika tolkningar hos mottagarna (Bryman och Bell, s.405).

Vi har förhållit oss på ett kritiskt sätt till de publikationer och artiklar som har presenterats. Dels de äldre som möjligtvis inte är helt a jour med dagens situation på marknaden, dels de absolut senaste som möjligen inte har validerats fullständigt.

### **3.6 Metodsammanfattning**

I detta avsnitt har det redogjorts för hur arbetsgången sett ut samt vilka eventuella begränsningar som kan finnas med uppsatsen och dess metod. De osäkerheter och brister som uppkommit anses ha kunnat förklaras och informationen som tagits fram anses vara trovärdig.

## 4 Empiri

*I detta avsnitt kommer det empiriska materialet vi tagit fram presenteras. Vidare presenteras de företag och personer som intervjuats.*

### 4.1 Fastighetsbolag

#### 4.1.1 Wihlborgs

Wihlborgs är ett fastighetsbolag som grundades år 1924 i Malmö. Företaget agerar i Lund, Malmö, Helsingborg och Köpenhamn och är marknadsledande i Öresundsregionen.

Wihlborgs är börsnoterat sedan år 2005 och återfinns på Stockholmsbörsens Mid Cap-lista.

Under hösten 2014 hade Wihlborgs 271 fastigheter och ett marknadsvärde på 23,5 miljarder kr. (Wihlborgs, 2014). Intervjun har genomförts tillsammans med Arvid Liepe som är finanschef på Wihlborgs.

#### *Kapitalstrukturen och dess förändring*

Wihlborgs har ingen optimal kapitalstruktur, men enligt Arvid finns det ett finansiellt ramverk företaget utgår från i sin verksamhet. De vill ha en soliditet på 30 procent, en belåningsgrad på 60 procent samt en ränteteckningsgrad på minst 2,0. Dessa siffror har inte ändrats efter krisen. Wihlborgs hade inga större problem att få tag i finansiering under finanskrisen vilket innebar att de aldrig hamnade i en likviditetskris. Det har dock skett förändringar i företags kapitalstruktur och för cirka tre till fyra år sedan skedde all finansiering genom traditionella banklån och ingen genom kapitalmarknaden. Trots att Wihlborgs klarade sig bra under krisen menar Arvid att de drog lärdom från denna att det är bättre att förlita sig på fler finansieringskällor än färre. Enligt den tredje kvartalsrapporten år 2014 kommer 22 % av Wihlborgs finansiering från kapitalmarknaden där de har en säkerställd obligation på en miljard, en egen obligation som är garanterad av region Skåne på 785 miljoner och de lånar dessutom totalt 1,4 miljarder från ett gemensamt finansbolag SFF.

### *Bankutlåning och relation med banker*

En klar skillnad av att bankerna vill låna ut mindre andel pengar nu än före finanskrisen är märkbar. Arvid menar emellertid att tillgången på banklån har återhämtat sig, jämfört med strax efter krisen. År 2006 var tillgången på banklån väldigt god och när sedan finanskrisen kom fanns det farhågor att Wihlborgs skulle hamna i likviditetskris som många andra företag gjorde. De klarade sig tack vare den goda relation som bolaget hade med sina banker.

I Sverige men också i andra nordiska länder finns det en tradition av att fastighetsbolag har en långtgående relation med en bank. Det vill säga att banken försöker hänga med sina kunder i bättre och i sämre tider. Det kan jämföras med obligationsmarknaden som på det planet är tämligen opålitlig.

### *Obligationer*

Arvid menar dock att fler källor till kapital är bättre än färre källor till kapital, då obligationsmarknaden kontra den bilaterala bankmarknaden kan se olika ut vid olika tillfällen. Därför är det viktigt för Wihlborgs att ha goda bankrelationer men ändå vara med på kapitalmarknaden, när finansiering där är billigare. Som en konsekvens av ökad inlåning genom obligationer har förhandlingsläget med banker förbättrats då det finns ytterligare alternativ till kredit. Många banker har dock varit villiga att dra ner exponeringen mot utlåning till följd av kapitalkraven, därför har banker anpassat sin roll och tjänar likaså pengar på att strukturera affärer på kapitalmarknaden via deras Debt Capital Market avdelning. Däremot ser Arvid transaktionskostnaderna och mycket pappersarbete som nackdelar vid finansiering på kapitalmarknaden. Att det, till skillnad från på bankmarknaden, inte finns samma möjligheter till diskussion med en fysisk person anses även vara en nackdel.

### *Bristande transparens på obligationsmarknaden*

Arvid anser att det finns problem med den svenska obligationsmarknaden. Det finns bristande transparens på marknaden, vilket innebär att det blir svårt att veta vad prisbilden är. Det finns inte heller någon standardiserad dokumentation kring obligationerna, vilket gör att varje produkt blir unik och gör det svårt för investerarna att veta exakt vad de köper om de inte sätter sig in i minsta detalj.

### *Preferensaktier*

Arvid menar att emission av preferensaktier kan ses som billigt eget kapital, men även som dyra lån. Wihlborgs har valt att inte emittera preferensaktier, då de inte kände tillväxten och expansionsplanerna hämmats av deras balansräkning. Detta innebär att de inte behöver ytterligare eget kapital, och då blir det snarare dyra lån. Arvid menar även att det blir en riskförskjutning mellan stamaktieägarna och preferensaktieägarna, och inte nödvändigtvis till stamaktieägarnas fördel.

### *Realkreditsystemet*

När Wihlborgs gör fastighetsinvesteringar i Danmark använder sig företaget av det danska realkreditsystemet och lån genom de realkreditobligationer som realkreditinstituten i Danmark emitterar. Arvid menar att tack vare att systemet har funnits så länge skapar det en riskspridning som bidrar till billigare lån, men även långa löptider. Vid fastighetsköp i Danmark väljer Wihlborgs därför att finansiera så mycket som möjligt i det danska realkreditsystemet enligt Arvid.

Ett tänkbart problem till varför realkreditsystemet inte har fått fäste i Sverige kan vara att Danmark har en lång tradition av att placerare går in på marknaden och placerar i realkreditobligationer. Arvid tror att svenska investerare inte vet hur systemet fungerar och att det därför skulle ta mycket lång tid att etablera i Sverige. Nackdelar med realkreditsystemet anses vara den formalia som innebär maximal belåningsgrad på 60 % för kommersiella fastigheter.

### *Finansiering i framtiden*

Arvid påpekar att Wihlborgs också i framtiden kommer att fortsätta att finansiera sig med huvudsakligen bilaterala banklån. Arvid anser dock att företaget bör ha en löpande aktivitet på kapitalmarknaden då svenska kapitalmarknaden troligtvis kommer fortsätta att utvecklas. Om den riskfria räntan även i fortsättningen är lika låg som den är idag, borde det finnas drivkrafter för att utveckla andra olika finansieringsformer där placerare kan få en rimlig avkastning på sina pengar. Detta medför enligt Arvid att vi inte har sett den sista nyheten av alternativa finansieringssätt på marknaden.

#### 4.1.2 Balder

Balder är ett svensk börsnoterat fastighetsbolag grundat år 2005 och äger fastigheter främst i Stockholm, Göteborg, inom Öresundsområdet samt på tillväxtorter. Företaget finns listat på Large Cap listan. Totalt äger Balder närmare 400 fastigheter. Företaget hade den 30 september 2014 ett värde om 34,5 miljarder kronor. Under år 2012 förvärvade Balder sina första fastigheter i Danmark. Samma år emitterades två miljoner preferensaktier till ett värde av totalt 565 miljoner kr. (Balder, 2014). Intervjun har genomförts tillsammans med Erik Selin som är VD på Balder.

##### *Viktigt att finna lämpliga räntenivåer*

Erik påpekar att med bankfinansiering varierar belåningsgraderna från 55 upp till 80 procent beroende på vilket objekt det handlar om. Det handlar om att kunna samarbeta med samtliga banker för att hitta den optimala lösningen för den specifika affären. En optimal lösning är inte att hitta en högsta belåningsgrad, utan det är räntan som är den drivande faktorn. Trots allt menar Erik att belåningsgraderna som en konsekvens av krisen blev lägre. Det beror även på vilken typ av fastighet som det handlar om, eftersom en bostadsfastighet kan erbjuda en högre belåning och bättre villkor.

##### *Olika tillvägagångssätt för finansiering*

Företaget har idag verksamhet i Danmark, där fastigheterna har finansierats genom danska realkreditlån. Förutom dessa danska realkreditlån har företaget använt realkreditfinansiering i Sverige i affärer tillsammans med Nykredit, vilket är ett av de stora realkreditbolagen i Danmark, vid några tillfällen. Erik anser att den danska obligationsmarknaden är världens bästa obligationsmarknad, men vill fortfarande lyfta fram att det svenska systemet även är bra då kommersiella bostadsfastigheter omfattas av andra regler. Enligt Erik är systemen snarlika, även om det inte är samma hanteringsätt och lagstiftning. Traditionell lånefinansiering är att föredra framför att enbart använda obligationsmarknaden, då relationen med banken utvecklar en stabilitet och långsiktighet för företagets finansiering.

##### *Möjligheten för andra finansieringsformer*

Företaget har utrett möjligheterna att använda direktfinansiering från pensionsbolag som ett komplement till banklån. Detta har inte resulterat i något då det villkorsmässigt inte varit en bra affär. Anledningen menar Erik är en prisfråga med för små spreadar som gör att det inte

finns några pengar att dela på. Det pågår en ständig uppdatering för att vara med på alla marknader som är under utveckling. Idag anses dock utvecklingen av nya finansieringsformer inte vara ett problem då det finns ett överskott på finansiering.

### **4.1.3 Akelius**

Akelius äger totalt 43 000 lägenheter till ett värde av 46 miljarder kronor i England, Kanada, Sverige och Tyskland. De har emitterat preferensaktier, den senaste emittringen gjordes 16 september 2014 med ett antal om 9 375 000 aktier (Akelius, 2014). Företaget har också emitterat obligationslån, den senaste skedde 15 juli 2014 och var om 350 miljoner kronor (Fastighetsnytt, 2014). Intervjun har genomförts tillsammans med Leiv Synnes som är finanschef på fastighetsbolaget Akelius.

Akelius Fastigheter har gått sin egen väg på kapitalmarknaden, där de alltid haft kapital ovanför bankerna. Dels genom sparformen Akelius Spar, som har funnits i 30 år, och inneburit inlåning från allmänheten, dels genom emission av både preferensaktier och obligationer. Detta bidrar till en riskspridning och genom att ha lägre lån i banken undviks problem med dem i sämre tider. Företaget bör därför låna lite från samma källa och ha längre löptid på lånen.

Att emittera icke säkerställda obligationer kan anses vara av hög risk och för att minska exponering har Akelius i år ersatt dessa med bland annat preferensaktier, långa konvertibler men framförallt hybridlån, som bedöms som säkrare. Leiv är positiv till preferensaktier som en alternativ finansieringslösning och ser det som intressant och en billig lösning för eget kapital. Genom att emittera preferensaktier kan bolaget få en lägre belåningsgrad och på så sätt öka säkerheten. Den kapitalstruktur Akelius eftersträvar kan kopplas till affärsrisk och finansiell risk. Vid låg affärsrisk kan bolaget ha hög finansiell risk, med andra ord stabila intäkter innebär att bolaget kan ha en högre belåningsgrad. Till exempel uthyrning till stat och kommun gör att bolaget kan ha aggressiva kapitalstrukturer, vilket Akelius också har i dessa fall. Leiv menar vidare att den modell för säkerställda obligationer mot kommersiella fastigheter som finns i Danmark och Tyskland är bättre än den svenska. Anledningen till att ett liknande system inte förekommer i Sverige är av tradition, och att det varit så lätt och billigt att låna från banker i Sverige.

## 4.2 Svenska banker

### 4.2.1 Danske Bank (Göteborg)

Danske Bank är Danmarks största bankkoncern och en av de ledande bankerna på den nordiska marknaden. Intervjun har genomförts tillsammans med Christian Alm som arbetar på Danske Banks kontor i Göteborg. Där är han chef för Large Real Estate och arbetar med stora fastighetsbolag som har räntebärande skulder på minst en miljard kronor, totalt sett i banker.

#### *Förändrad situation för bankerna*

Situationen för banker att möjliggöra finansiering har allmänt försämrats under de senaste åren menar Christian. Eftersom finansiering till fastighetsbolag ofta utgör 50 procent av en banks utlåning har detta blivit hämmande för bankerna. Att bankerna inte lånar ut lika mycket som förut har medfört att fastighetsbolag har sökt sig från traditionell bankfinansiering till alternativa finansieringsformer såsom obligationer.

#### *Obligationsmarknaden och de alternativa finansieringssätten*

Att fastighetsföretag har börjat finansiera sig med alternativa finansieringsformer ser bankerna nödvändigtvis inte som något konkurrerande påpekar Christian. Detta beror på att bankerna erbjuder dessa nya alternativa finansieringssätt bland sina produkter, och ser snarare detta som en affärsmöjlighet.

Christian anser att det finns risker med trenden mot en högre grad av alternativ finansiering, då kvaliteten varierar mellan de bolag som söker kapital. Idag lyckas även mindre kända företag få finansiering från kapitalmarknaden. De företag som tar riskerna som kapitalmarknaden innebär vet inte alla gånger om just vilka risker de tar. Riskerna uppstår då det i de allra flesta fall handlar om köp av icke säkerställda obligationer, där inga pantbrev eller realsäkerheter finns som säkerhet.

Den svenska marknaden har generellt finansierat sig väldigt lite via kapitalmarknaden. Detta har varit mycket mer utbrett i USA och i andra europeiska länder.



### *Realkreditsystemet*

Det unika med realkreditsystemet är de långa löptiderna. Det finns dock noga krav för kreditgivning. Systemet med realkreditlån används redan i mindre omfattning i Sverige och enligt Christian finns en ökad efterfrågan.

### **4.2.2 Swedbank Markets**

Swedbank Markets har en ledande position inom strukturerade placeringsprodukter i Sverige och är också ledande på den svenska samt den norska obligationsmarknaden (Swedbank, 2014). Intervjun har genomförts tillsammans med Christoffer Henriksson som är chef för Corporate Finance avdelningen på Swedbank Markets.

### *Förändrad roll för banker*

Christoffer menar att bankernas roll under de senaste tio åren har förändrats. Innan den senaste finanskrisen kunde fastighetsföretag belåna fastigheter till väldigt höga nivåer. Detta byggdes på av att flera internationella banker som fanns etablerade på den svenska marknaden erbjöd väldigt höga belåningsnivåer. När krisen kom försvann dock de flesta av dessa utländska banker. Konsekvensen kom att bli att det växte det fram en obligationsmarknad och en preferensaktiemarknad. Dessa fanns etablerade sedan tidigare, men en ökning av volymerna skedde. Som en följd av att utlåningen från bankerna har minskat och finansiering via kapitalmarknaden har ökat, agerar nu banken som rådgivare till fastighetsbolag vid alternativ finansiering på kapitalmarknaden.

### *Belåningsnivåer och kapitalstruktur*

Vilka belåningsnivåer en bank kan erbjuda beror på olika förutsättningar, såsom fastighetskategorier, geografiskt läge på portföljen, lånebelopp och hur stor låntagaren är. Detta kan innebära att fastighetsbolag kan erbjudas högre belåningsgrad för en liten fastighet om den ligger centralt och om det finns en stor ägare. Hur stor andelen banklån är i ett fastighetsbolag och vilken kapitalstruktur som finns skiljer sig åt enligt Christoffer. Exempelvis kan det bestå av 60 procent banklån, fem till tio procent obligationer, fem till tio procent preferensaktier och resterande del vanliga stamaktier. I Sverige är vanliga löptider på banklån tre till fem år.

### *Obligationsmarknaden*

Enligt Christoffer kan obligationsmarknaden vara till stor nytta för företag i lägen då tillgången på bankfinansiering är mer svåråtkomlig. En fördel med obligationsmarknaden är att den ger företag en flexibilitet att välja mellan olika finansieringslösningar. En nackdel är att det uppstår en extra kostnad då obligationerna emitteras. En anledning till varför företag finansierar sig med obligationer kan enligt Christoffer vara att fastighetsföretag vill vara högre belånade än vad banksystemet tillåter. På det sättet kan alltså ett fastighetsföretag exempelvis vara seniort finansierat med banklån för att sedan komplettera med obligationer.

Det är framförallt icke säkerställda obligationer som emitteras av fastighetsbolagen, men volymerna är inte särskilt stora. Enligt Christoffer har många av de fastighetsbolag som hittills emitterat obligationer och preferensaktier ofta starka huvudägare bakom sig. I en internationell jämförelse har Sverige haft en liten andel finansiering från kapitalmarknaden och istället primärt finansierat sig med banklån. Christoffer anser dock att Sverige går åt samma håll och att det inte finns något som tyder på motsatsen.

### *Investerare på den svenska obligationsmarknaden*

På den svenska obligationsmarknaden ägs obligationerna av få parter i jämförelse med aktiemarknaden, vanligtvis finns 10-15 parter, och består till stor del av pensionsbolag. Det är svårt för privatpersoner att investera i obligationerna, då de ofta har en minsta teckningspost på en miljon kronor. Detta kan jämföras med en aktieemission där minsta teckningskurs vanligtvis ligger på 10 000 kr.

### *Framtidens alternativa finansieringssätt*

Enligt Christoffer finns det inga nya trender att utläsa på den svenska kapitalmarknaden, där det fortfarande är mycket fokus på de alternativa finansieringssätt som redan finns. Om fem till tio år kan kapitalmarknaden komma att utgöra en större andel av fastighetsföretagens finansiering. Det kan också komma att utvecklas nya instrument på marknaden så att alternativen breddas ytterligare. Christoffer tillägger att den svenska marknaden för obligationer idag inte är transparent, men att ytterligare intresse kommer att riktas mot att skapa en mer transparent obligationsmarknad.

## 4.3 Danska banker

### 4.3.1 FIH Erhvervsbank

FIH Erhvervsbank är idag Danmarks enda renodlade affärsbank (FIH, 2014). Intervjun har genomförts med Kent Pedersen som har rollen som Vice President på FIH. Kent understryker innan intervjun att han främst äger kunskaper inom danska realkreditlån och realkreditobligationer, alltså motsvarande bottenlån i Sverige. Samtidigt finns det ingen tvekan om att Kent under intervjun visar på god kunskap och erfarenhet vad gäller den svenska finansieringsmodellen med banklån.

#### *Fördelar och nackdelar med realkreditfinansiering*

Fördelen med realkreditobligationer enligt Kent är att realkreditbolagen har goda möjligheter att emittera realkreditobligationer i samma takt som det finns ett investeringsbehov. Detta behov representeras främst av inhemska och utländska pensionsbolag, vilka realkreditbolagen har en fortlöpande kontakt med. Att veta hur mycket marknaden vill investera medför att det underlättar att uppskatta vilka volymer som framöver kan lånas ut till bolagets kunder. Möjligheten att emittera sådana realkreditobligationer, i volymer på sammanlagt flera miljarder danska kronor, medför också att finansieringen blir billigare.

Kent betonar att förmånerna i detta system har uppnåtts genom att skapa ett förtroende om att det är stabilt. Det har ännu inte funnits en sådan situation då realkreditbolagen saknat likviditet, för vid den tidpunkten skulle systemet fallera. I grunden är det vikten av regleringar som omger realkreditbolagen och realkreditobligationer som skapat detta förtroende. Det senaste beviset är att Danmark, som undergått en fastighetskris efter finanskrisen, inte har varit i behov av att stötta danska realkreditbolag via sin Nationalbank. Det finns inget realkreditbolag som varit hotad av konkurs till följd av en likviditetskris. Skulle mot förmodan en likviditetskris uppstå har den danska Nationalbanken mandat på att köpa upp danska realkreditobligationer. Förluster som sker på grund av låntagarens konkurs ska enligt Kent inte påverka obligationsinnehavaren, då full betalning alltid måste ske enligt överenskommelse. Detta beror primärt på att realkreditbolagen har skyldigheter om att bygga upp reserver för att kunna hantera kreditförluster från låneavtalen. Inställda utbetalningar till obligationsinnehavaren skulle även i detta fall äventyra hela det danska realkreditsystemet.

Trots detta anses riskerna med dessa obligationer vara högre i jämförelse med statsobligationer, varför en högre ränta lockar investerare.

Att ett danskt realkreditbolag enbart agerar mellanhand för realkreditobligationer skapar en god transparens, då räntan (priset) på obligationen bestäms av obligationsinnehavaren. Problem med prissättningen uppstår ibland vid emissioner av stora realkreditobligationer på uppemot 100 miljarder danska kronor.

En annan nackdel är att den enda konkurrensfördel som återstår för realkreditbolagen är att värdera fastigheterna högre, då realkreditbolagen har egna värderare anställda. Med en högre värdering på fastigheten kan bolagen erbjuda en högre belåning än det maximala 60 procent. Vid tiden som föregick den finansiella krisen menar Kent att det fanns ett problem med detta, men som nu är borta på grund av krisen. Samtidigt har det tillkommit en större översyn efter krisen, men eventuellt kan det uppstå ett problem även i framtiden.

#### *Skälet till varför realkreditobligationer inte finns i någon större omfattning i Sverige*

Kent menar att en trolig orsak till att realobligationer inte finns i Sverige främst beror på att dotterbolag till danska banker i Sverige då förlorar i intäkter. Svenska och danska syskonbolag ska i allmänhet inte tillåtas konkurrera på samma marknad. Men eftersom ett motsvarande system inte har etablerats i Sverige, kommer intäkterna från ett realkreditlån som det svenska dotterbolaget sluter i stora delar gå till dess danska systerbolag. Därför utesluter det svenska dotterbolaget en sådan finansieringslösning inför kunden och använder en svensk lånefinansieringsmodell. Samma orsak kan även sägas gälla för svenska banker som i sådant fall måste utveckla sin verksamhet för att erbjuda realkreditlån. Detta leder oavsett till att nuvarande avdelningar kommer att förlora framtida intäkter, vilket inte motiverar avdelningarna. Alternativet som kvarstår är att genom ett politiskt beslut sig om att etablera realkreditfinansiering.

En annan svårighet enligt Kent är att skapa en tradition, den tradition som finns i Danmark idag. En stor del i denna tradition är att danska banker agerar ambassadörer för realkrediter och samarbetar med realkreditbolagen. En invändning är att det har skett en konsolidering på den danska marknaden under 2000-talet. I Sverige finns det en annan tradition för finansiering av kommersiella fastigheter, där all intjäning stannar kvar i bankens centrala avdelningar. Ytterligare en svårighet är att den ambition som danska realkreditbanker har haft i Sverige begränsats då det har varit svårt att få parterna att förstå hur realkreditfinansiering fungerar.

I intervjun betonar Kent att utvecklingen av företagsobligationer med säkerhet, som i Sverige börjat användas i högre grad, inte kommer kunna konkurrera likvärdigt med realkreditobligationer. Kent menar specifikt att en investerare lämnas inför allt för stora risker samtidigt som kostnaderna för en låntagare blir lägre. Något annat som påverkar är att kreditvilligheten på den svenska marknaden under goda tider har uppgått till 85-90 procent i svenska banker. Under tiden har det i Danmark enbart gått att garantera en finansiering på 75-80 procent, vilket Kent betonar som vikten av förnuftiga investeringar och tilliten på systemet.

#### *Danska fastighetsföretags användning av alternativa finansieringsformer*

Finansiering som sträcker över nivåer som kan finansieras med realkreditlån är i Danmark traditionellt bankfinansiering med en löptid på två till tre år. Kent säger att det även finns exempel på företag som emitterar företagsobligationer, men att det i 85 procent av fallen är bankfinansiering. Företagsobligationer har i Danmark, som en konsekvens av den senaste fastighetskrisen, blivit impopulära då uppskattningsvis 20-30 procent av en fastighets normala värdering försvunnit i följderna av konkurser.

Till skillnad från den svenska marknaden finns det få danska fastighetsföretag som är börsnoterade. Kent menar att den danska fastighetskulturen är annorlunda, då företag i Danmark fortfarande vill äga sin egen fastighet. Detta medför att det i Danmark är svårt att etablera ett fastighetsbolag med en så stor fastighetsportfölj att de kan genomföra en börsnotering. Fastighetsföretag i Danmark har inte i förhållande till Sverige utvecklat en marknad för preferensaktier. Detta beror främst på att aktörerna i Danmark inte förstår hur det fungerar.

### **4.3.2 Realkredit Danmark**

Realkredit Danmark är ett av Danmarks största realkreditinstitut, och sedan 2001 en del av Danske Bank koncernen (Realkredit Danmark, 2014). Intervjun har genomförts tillsammans med Klaus Kristiansen som har rollen som Executive Vice President på Realkredit Danmark.

Enligt Klaus går uppkomsten av det danska realkreditsystemet tillbaka till den stora branden i Köpenhamn år 1797. Finansiering behövdes för att återuppbygga staden och dess fastigheter,

men kreditgivningen var knapp. Långivare bildade därför en förening, ”kreditkassen”, ämnad att ge lån med befintliga fastigheter som säkerhet. För att i sin tur finansiera dessa lån blev de första danska realkreditobligationerna emitterade och därmed var en 200-årig tradition av realkreditobligationer påbörjad. Realkreditobligationerna motsvarar idag 160 % av Danmarks BNP, vilket procentuellt är klart mest i världen.

Klaus tillägger att Realkredit Danmark har erbjudit realkreditlån till svenska kunder som har fastigheter i Danmark, men även att en del utlåning har skett i Sverige, via svensk filial, både till danska och svenska kunder.

Till varje fastighet hör en värderingsrapport, som utformas enligt olika modeller. På alla fastigheter som blir sålda görs en utvärdering. De tio närmaste grannarna påverkar värdet som sätts på objektet. Realkredit Danmark kan låna ut upp till 80 % på bostadsfastigheter samt 60 % på kommersiella fastigheter. Vill låntagaren låna utöver realkredit görs detta inte via realkreditinstitut, utan istället via banker, och främst genom banklån.

De största investerarna av realkreditobligationerna är de danska pensionsbolagen. Vidare sker handel med dessa obligationer på den sekundära marknaden, där det är hög omsättning och daglig prissättning.

Om låntagaren vill återbetala/lösa in sitt lån i förtid finns alternativet att köpa obligationen, som är kopplad till lånet, på den marknaden. På det sättet är systemet mycket specifikt, och en konsekvens av den långa tradition systemet haft i Danmark.

Varför systemet fungerar så bra i Danmark beror enligt Klaus framförallt på att det funnits så länge. Det har skapats tradition och den danska marknaden, inklusive sättet den handlas på, är transparent. Detta, tillsammans med många väl utformade regler gör att systemet tar tid att implementera.

## 4.4 Pensionsbolag

### 4.4.1 Alecta

Tjänstepensionsbolaget Alecta har förvaltat tjänstepension sedan 1917 och förvaltar idag cirka 656 miljarder kronor åt sina ägare som är både privat- och företagskunder (Alecta, 2014). Intervju har genomförts med Julian Jonsson som arbetar på Alectas ränteavdelning med fokus på kapitalförvaltning.

Alecta har varit relativt restriktiva gällande investeringar på obligationsmarknaden med exponering mot fastigheter. Varken icke säkerställda- eller säkerställda obligationer, emitterade av svenska fastighetsbolag, har varit av större intresse för Alecta då de tycker att svenska fastighetsbolag är relativt högt belånade och att avkastningen inte har varit förenlig med risken.

Julian anser att det finns brister med den svenska obligationsmarknaden som inte anses inte vara transparent, då det är de svenska bankerna som sätter villkoren. Detta kan få till följd att de enda gångerna bolagen använder marknaden är då de inte kan finansiera sig genom banklån, vilket inte är fallet i övriga Europa. I övriga Europa är obligationsmarknaden mer transparent och banklån kan istället ses som diversifiering snarare än ett billigare sätt till finansiering.

Enligt Julian kommer den svenska kapitalmarknaden att vara i stort sett oförändrad under den närmaste framtiden, men bedömer att direktfinansiering från pensionsbolag kan spela en större roll på den svenska marknaden i framtiden.

## 5 Analys och slutsats

Uppsatsen visar att tradition präglar den danska respektive svenska fastighetsmarknaden, vilket har lett till olikheter gällande vilka förutsättningar som finns vid fastighetsfinansiering i de båda länderna.

Den danska modellen för realkrediter har funnits i över 200 år, och har inneburit en annan typ av finansiering än den som finns på den svenska fastighetsmarknaden, där finansieringen av fastigheter historiskt istället främst skett genom banklån.

En stor förklaring till skillnaden i finansieringsstruktur mellan länderna tror vi beror på de strukturella skillnaderna inom de båda ländernas fastighetsmarknader. Till skillnad från i Sverige så har danska företag historiskt velat äga sina egna fastigheter. Om näringsidkaren inte själv vill äga sin fastighet så har det varit och är vanligt att pensionsbolag äger fastigheten. Detta faktum har lett till att antalet stora fastighetsbolag är betydligt färre i Danmark än i Sverige. Detta har också lett till att det i Danmark varit svårt att etablera fastighetsbolag med tillräckligt stort fastighetsbestånd.

Kent Pedersen på FIH menar i vår intervju med honom även att kreditvilligheten historiskt skiljt sig åt mellan länderna där svenska banker varit beredda att erbjuda högre belåningsgrad till fastighetsbolagen. Belåningsgraderna som banker, tillsammans med övriga kapitalmarknaden, erbjudit fastighetsbolagen på den svenska marknaden har under vissa perioder uppgått till 85-90 procent. I Danmark har nivåerna under motsvarande perioder har legat på runt 75-80 procent.

### *Förändrade förutsättningar*

En konsekvens av finanskrisen är att hårdare krav ställs på bankernas kapitaltäckning, med Basel III-reglerna som implementerats. Kapitaltäckningskraven har inneburit att bankerna inte längre kan låna ut lika mycket kapital som tidigare, och belåningsnivåerna som bankerna kan erbjuda har därför sjunkit. Samtliga av de intervjuade bankerna är överens om att belåningsnivåerna minskat till följd av finanskrisen och regleringar på marknaden.



Enligt Pecking-order teorin så föredrar företag att finansiera sig med internt kapital framför skulder och till sist nytt eget kapital. Bland intervjurespondenterna lyftes tilltron till bankfinansiering fram som starkare än kapitalmarknaden vilket bekräftar teorin då banklån föredras framför kapitalmarknaden och nytt eget kapital. Både Wihlborgs och Balder framhäver relationen till bankerna som viktiga för att säkra tillgången på bankfinansiering och som en stor anledning till varför bankfinansiering föredras framför finansiering genom kapitalmarknaden.

### *Fokus på kapitalmarknaden*

Samtliga av de intervjuade fastighetsbolagen är dock aktiva på kapitalmarknaden. Detta förklaras av att det är en lärdom från finanskrisen där många bolag med hög belåning från enbart banklån ansågs få problem, främst vid sin refinansiering. Alla tillfrågade fastighetsbolagen har diversifierat sin finansiering, och finansieras alltså inte enbart genom banklån som kunde vara fallet tidigare. Detta trots att det i vissa fall kan bli dyrare för fastighetsbolagen.

*Arvid Liepe: "Fler källor till kapital är bättre än färre källor till kapital"*

Att de tillfrågade fastighetsbolagen diversifierat sin finansiering beror nödvändigtvis inte på att alternativ finansiering är billigare eller att bankernas kapitalkrav skärpts. Istället motiveras det av samtliga de intervjuade fastighetsbolagen som en möjlighet att sprida sina finansieringsrisker.

Leiv Synnes på Akelius menar att företag vid låg affärsrisk kan ha hög finansiell risk. Detta innebär att stabila intäkter medför att företag kan ha en högre belåningsgrad. Detta går i linje med trade-off-teorin, där riskerna mellan företag anses variera, varför företag med en hög risk är mer begränsade att finansiera sin verksamhet med lånat kapital jämfört med ett företag med låg risk.

Marknadstimingsteorin kan tolkas som att det föredragna av lånefinansiering respektive eget kapital avgörs av hur marknaden ser ut och vad som bedöms rimligt under en definierad tidsperiod. Under de senaste åren har marknaden förändrats som en följd av ökad efterfrågan på alternativa finansieringsformer, vilket enligt de intervjuade till största delen är en följd av den minskade bankutlåningen.

Teorin skulle också tala för att finansiering genom aktiekapital skulle vara möjligt. Dock har företagen undvikit nyemission av aktier, och istället föredragit preferensaktier som inte påverkar ägarnas inflytande och långsiktiga utspädning och likt nyemissioner ger utrymme för ytterligare belåning.

På den danska marknaden sker istället den största delen av fastighetsfinansieringen genom realkreditlån, och om fastighetsbolagen vill låna utöver detta görs det via banklån. De danska bankerna som intervjuades anser att marknaden inte efterfrågar alternativ till bank- och realkreditlån och att finansiering genom nytt eget kapital knappt förekommer.

Som en följd av utvecklingen av alternativa finansieringsformer på den svenska marknaden har även bankernas roll förändrats och medfört att bankerna anpassat sin roll och de produkter de erbjuder. Ökad aktivitet på kapitalmarknaden har inneburit att bankerna ökat fokus på bland annat rådgivning och nya produkter för fastighetsfinansiering på kapitalmarknaden. Bankerna ser alltså inte ökningen av nya alternativa finansieringssätt nödvändigtvis som något konkurrerande, utan snarare som en affärsmöjlighet i den situation som uppkommit de senaste åren.

#### *Problem med utveckling av kapitalmarknaden*

Christian Alm på Danske Bank ser en högre grad av alternativ finansiering som ett potentiellt problem. Bland fastighetsbolagen är det i stort sätt alltid icke säkerställda obligationer som emitteras. Det är alltså inga pantbrev eller realsäkerheter bakom. Idag emitteras icke säkerställda obligationer även av mindre kända företag, vilket kan innebära att investerare inte alltid vet vilken risk de tar, då flera av de bolag som emitterar obligationer inte är genomlysta på samma sätt som ett börsbolag.

På den svenska obligationsmarknaden kan investerare anses ha mindre information än emittenten. Om denna informationsasymmetri inte kan överbryggas kan det leda till felbeslut, då investerare ingår något som de inte hade gjort vid fullt tillräcklig information, vilket innebär att investerare kan ta större eller mindre risk än de får betalt för vilket minskar obligationens möjligheter som en alternativ finansieringsform. Detta bekräftas av Julian Jonsson på Alecta som menar att icke säkerställda- eller säkerställda obligationer inte alltid är förenliga med den risken som de innebär.

Flera av intervjurespondenterna ser transparensen på den svenska obligationsmarknaden som ett problem. Arvid Liepe menar att det är svårt för fastighetsbolag att förstå prisbilden.

Christoffer Henriksson på Swedbank tror emellertid att intresse i framtiden kommer att riktas åt att göra obligationsmarknaden mer transparent.

Att finanskriser uppkommer allt mer tätare i den globala ekonomin skulle kunna innebära risker för fastighetsbolagen vid refinansiering. Detta skulle innebära att risker uppstår då refinansieringen blir dyrare för bolagen och på så sätt ställer ökat krav på avkastningen. På den svenska marknaden kan risken anses större, då den danska marknaden erbjuder grundfinansiering genom realkreditobligationer som i många fall har längre löptider än vad som är vanligt på den svenska marknaden.

#### *Modellen för realkredit*

De intervjuade fastighetsbolagen ser det danska systemet för realkreditlån/-obligationer som ett bra sätt att finansiera fastigheter på och har använt sig av systemet så mycket som möjligt vid fastighetsinvesteringar i Danmark. Enligt Christian Alm och Erik Selin har realkreditobligationer emitterats av danska realkreditinstitut även för att finansiera lån till fastigheter i Sverige, och diskussioner har förts i intervjuer angående implementering av systemet på den svenska marknaden. Trots att systemet till viss omfattning har använts i Sverige finns problem med en vidare implementering av det på den svenska marknaden. De svenska bankerna och fastighetsföretagen upplever utvecklingen mot en realkreditmarknad i Sverige som trögriktig och tror inte att systemet kommer få något större genomslag i Sverige. De pekar, likt de danska intervjurespondenterna, på den tradition som finns på både den svenska och danska marknaden.

Risker konstateras även på den danska marknaden, då realkreditinstituten som konkurrensfördel kan välja att värdera fastigheterna högre, vilket därmed skulle innebära högre belåningsgrader och större risker för att formen tappar förtroende på marknaden. Kent Pedersen menar dock att förluster som sker på grund av låntagarens konkurs inte skulle påverka obligationsinnehavaren då full betalning alltid måste ske enligt överenskommelse och så har alltså alltid varit fallet. Att det kan vara så beror på att realkreditbolagen bygger upp reserver för eventuella kreditförluster på låneavtalen. Det danska systemet har sedan det

upprättades för över 200 år sedan aldrig fallerat och investerare har alltid fått pengarna tillbaka.

#### *Slutsats och avslutande diskussion*

Det finns stora skillnader avseende förutsättningar och val finansiering i Sverige respektive Danmark, vilket beror på den historia och struktur som präglar de olika marknaderna. Att fastighetsmarknaden har reglerats till följd av finanskrisen innebär att fastighetsmarknaden i respektive land ställts inför utmaningar. Inställningen till kreditgivning i länderna har sedan finanskrisen förändrats som en konsekvens av detta. På den svenska fastighetsmarknaden utläses en fortsatt ökning av alternativ finansiering, även om bankfinansiering föredras. I uppsatsen tycks mycket tyda på att marknadernas anpassningar varit lyckosamma och logiska även ur ett teoretiskt perspektiv. Vidare anses utvecklingen av finansieringsmöjligheter på bank- och kapitalmarknaden bygga på ett förtroende för fastighetsmarknaden och dess avkastning.

## 6 Förslag på vidare forskning

Denna uppsats har undersökt svenska fastighetsföretags finansieringsmöjligheter på den svenska och danska marknaden. Det hade varit intressant för framtida forskning att inkludera även danska fastighetsföretag. Detta hade kunnat påvisa ytterligare intressant information om bland annat olika kapitalstrukturer och arbetsmetoder. En sådan studie hade emellertid haft vissa begränsningar i jämförelse med informationshämtning från svenska fastighetsföretag. Detta beror som nämndes i uppsatsen att det finns väldigt få danska fastighetsföretag då traditionen och strukturen på marknaden är annorlunda.

## 7 Källhänvisning

### *Elektroniska källor*

Akelius, (2014), "Bolagsbeskrivning", <http://www.akelius.se/sv/node/41>, (hämtad 2014-12-18)

Alecta, (2014), "Det här är Alecta" <http://www.alecta.se/Om-Alecta/Detta-ar-Alecta/> (hämtad 2014-12-18)

Baker, Malcolm and Wurgler, Jeffrey, (2002), *Market Timing and Capital Structure*. The Journal of Finance, Vol. LVII, No. 1, FEB. 2002, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00414/pdf> (hämtad 2014-12-15)

Balder, (2014), <http://www.balder.se/frontsida/balder/start.aspx> (hämtad 2014-12-18)

Bläckberg, S. (2015). "Bank och kreditväsen". Nationalencyklopedin. <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/risk> (Hämtad 2015-01-08)

Fastighetsvärlden, (2009), "13 Största långivarna" <http://www.fastighetsvarlden.se/insyn/topplistor/13-storsta-langivarna/> (hämtad 2014-11-12)

Fastighetsvärlden, (2013), "En ny typ av finansiering kommer snart till Sverige" <http://www.fastighetsvarlden.se/notiser/torsdag-sven-olof-johansson/> (hämtad 2014-11-26)

Fastighetsnytt, (2014), "Ett antal alternativ till bankfinansiering" <http://www.mypaper.se/show/fastighetsnytt/show.asp?pid=345296872866315&page=67> (hämtad 2014-11-12)

Fastighetsnytt, (2013), "Det våras för mezzanine" <http://fastighetsnytt.se/2013/06/det-varas-for-mezzanine/> (hämtad 2014-11-12)

Fastighetsägarna, (2014), "Vår vision om den goda fastighetsmarknaden" <http://www.fastighetsagarna.se/om-oss-se/naringspolitiskt-program> (hämtad 2014-11-12)

FIH Erhvervsbank, (2014), "Om FIH" <http://www.fih.dk/Top/Om+FIH> (hämtad 2014-12-18)

Finansinspektionen, (2009), ”Bankernas utlåning till kommersiella fastigheter i Sverige” [http://www.fi.se/upload/Rapport\\_2009\\_9.pdf](http://www.fi.se/upload/Rapport_2009_9.pdf) (hämtad 2014-11-12)

Gleisner, A. S. (2015). ”Kreditförlust”. Nationalencyklopedin. <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/kreditf%C3%B6rlust> (Hämtad 2015-01-08).

Hartomaa, Juha; Fastighetstidningen, (2013), ”Finansieringen flyttar bort från banken” <http://www.fastighetstidningen.se/fastighetsfinansieringen-flyttar-bort-fran-banken/> (hämtad 2014-11-12)

Realkredit Danmark, (2014), ”Om os” <http://www.rd.dk/da-dk/om-os/Profil-og-organisation/Pages/Profil-og-organisation.aspx> (hämtad 2014-12-18)

Nordlund, Bo och Lundström Stellan, (2011), ”Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet”, riksbanken [http://www.riksbank.se/Upload/Rapporter/2011/RUTH/RUTH\\_kap5.pdf](http://www.riksbank.se/Upload/Rapporter/2011/RUTH/RUTH_kap5.pdf) (hämta 2014-11-30)

Swedbank, (2014). ”Swedbanks investmentbank” [http://www.swedbank.se/idc/arsredovisningar/2007/sv/rorelsegrenarna/swedbankmarkets/swebanks\\_investmen.html](http://www.swedbank.se/idc/arsredovisningar/2007/sv/rorelsegrenarna/swedbankmarkets/swebanks_investmen.html) (hämtad 2014-12-18)

Leimdörfer, (2011), ”Tapping new sources Will alternative property financing close the gap?” [http://www.leimdorfer.se/wp-content/uploads/1\\_2011-Tapping-new-sources.pdf](http://www.leimdorfer.se/wp-content/uploads/1_2011-Tapping-new-sources.pdf), (hämtad 2014-11-14)

Thór, Sverrir; Fastighetsnytt, (2014), ”Akelius emitterar fler preferensaktier” <http://fastighetsnytt.se/2014/09/akelius-emitterar-fler-preferensaktier/> (hämtad 2014-12-07)

Wihlborgs, (2014), ”Om oss”, <https://www.wihlborgs.se/sv/om-oss/> (hämtad 2014-12-18)

Hagerud, G. (2015). ”Kapitalmarknad”. Nationalencyklopedin. <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/kapitalmarknad> (Hämtad 2015-01-08).

Realkreditrådet, (2014) ”Realkreditlån” <http://www.realkreditraadet.dk/Realkreditlån/>  
(hämtad 2015-12-23)

Riksbanken, (2011) <http://www.riksbank.se/sv/Finansiell-stabilitet/Finansiella-regelverk/Aktuella-regleringsforandringar/Den-nya-bankregleringen-Basel-III/> (hämtad 2014-12-18)

### **Tryckta källor**

F. Modigliani och M. Miller (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review 48 (3) S.261-297

F. Modigliani och M. Miller (1963). *Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review 53(3) 433-443

J. Berk och P. De Marzo. (2014). *Corporate Finance*, 3:e Upplagan, Pearson Education; Harlow. S.550-552

Tegin, Åke. (1997), *Kredithandboken*, andra upplagan

Crabbe, L.E. (2005), *The Handbook of Fixed Income Securities*

Bryman, Allan och Bell, Emma. (2011). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Andra upplagan. S. 220-480

Broomé, P., Elmér, L. & Nylén, B. (1998). *Kreditgivning till företag*. Lund: Studentlitteratur. Femte upplagan. S-51-82

Sigbladh, R. & Wilow, S. (2008). *Kredithandboken, En praktisk vägledning i kreditarbetet*. Stockholm: Norstedts juridik. Första upplagan. S.13-102

Råckle, G. (2011). *Fastighetsfinansiering. I Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*, s.459-472. Stockholm: Fastighetsnytt Förlag. Elfte upplagan. S.459-460

Persson, E. (2011). *Fastighetsfinansiering. I Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*, Stockholm: Fastighetsnytt Förlag. Elfte upplagan. S.269-338



Fabozzi, Ferri & Mann, *The handbook of fixed income securities* (2005), s.15-16.

Mishkin och Eakins, (2011), *Financial Markets and Institutions*, Pearson Prentice Hall. Seventh edition. S.25

Viktor Mårtensson och Ragnar Åström (2013), *Corporate Bond Financing of Real Estate Investment - A currently viable alternative to bank loans in Sweden?*, Institutionen för Fastigheter och Byggnad, Kungliga tekniska högskolan

Louise Bergman och Evelina Åkerlind (2012), *Finansiering av fastighetsbolag, - Analys avseende behovet av alternativ till traditionell bankkredit*, Institutionen för Fastigheter och Byggnad, Kungliga tekniska högskolan

### ***Muntliga källor***

Alm, Christian; Head of Large Real Estate på Danske Bank. Intervju 18/12-2014

Henriksson, Christoffer; Head of Corporate Finance på Swedbank Markets, Intervju 15/12-2014

Jonsson, Julian; Rånteavdelningen Alecta. Intervju 16/12-2014

Kristiansen, Klaus; Executive Vice President på Realkredit Danmark. Intervju 8/12-2014

Liepe, Arvid; Finanschef på Wihlborgs. Intervju 21/11-2014

Pedersen, Kent; Vice President på FIH Erhvervsbank, intervju Köpenhamn 8/12-2014

Selin, Erik; VD på Balder. Intervju 12/12-2014

Synnes, Leiv; Finanschef Akelius. Intervju 5/12-2014