

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

- Fastighetsbolagens finansiella pussel

Magnus Persson
Fredrik Rost

Copyright, Magnus Persson och Fredrik Rost ©

Båda författarna har gemensamt bidragit till hela examensarbetet.

Institutionen för fastighetsvetenskap vid Lunds tekniska högskola
Ole Römers väg 3D
223 63 Lund

ISRN/LUTVDG/TVLM/17/5381 SE
Tryckt i Sverige

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Cost of capital in the real estate market

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Magnus Persson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH

Fredrik Rost, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH

Handledare/Supervisor:

Ingemar Bengtsson, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Examinator/Examiner:

Fredrik Kopsch, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Opponent/Opponent:

Tobias Cederlund, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Olof Ringqvist, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Nyckelord:

Obligationer, preferensaktier kapitalkostnad, finansiell risk

Keywords:

Bonds, preferred shares, cost of capital, financial risk

Abstract

The aim with this thesis is to evaluate how financial instruments, mainly preferred shares and bonds, affect the cost of capital in publicly traded real estate companies. We also want to investigate how the companies motivate their financial strategies of choice. With knowledge of the capital structures we make connections to the development of financial risk in the companies related to the financial instruments and leverage. The motives to financial strategies may be connected to EU-regulations in some extent. Therefore, we choose to examine the EU-regulations affecting the financial markets.

The foundation of the thesis is Miller & Modigliani theory concerning the cost of capital. Also, the different kind of ownerships in the companies of choice will be examined. The thesis is based on data-collection from the annual reports of the chosen companies and 9 semi-structured interviews with representatives from the companies and the real estate sector in Sweden.

We conclude that there is a possibility for the companies to affect their cost of capital in both positive and negative ways using different kinds of financial instruments. The risks are trending towards lower levels in all assessed companies and they are working with their balance sheets to improve the financial stability in different ways.

Sammanfattning

Titel: Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Författare: Magnus Persson
Fredrik Rost

Handledare: Ingemar Bengtsson, universitetslektor i fastighetsvetenskap.

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur finansiella instrument, med fokus på preferensaktier och obligationer, påverkar kapitalkostnaden i fastighetsbolag och hur dessa bolag motiverar sina finansiella strategier. Därtill undersöks den finansiella risken förknippad med kapitalstrukturen som beror på dessa instrument och hävstången i bolaget. Motiven till finansieringsstrategierna undersöks även med EU-direktiv i åtanke och om dessa påverkat tillgången till finansiering.

Utgångspunkten har varit att ställa Miller och Modiglianis teori mot fastighetsbolagens möjlighet att påverka deras kapitalkostnad. Detta genom att nyttja alternativa finansieringsvägar. Vidare har diskussioner kring ägarstrukturen i bolagen gjorts och hur det spelar in vid valet av finansiella strategier.

Valda metoder för att utföra studien har formats så att hänsyn tagits till marknadens olika vinklar på området där teorin grundas på utvald litteratur. Fyra börsnoterade fastighetsbolags finansiella rapporter har undersökts och en intervjustudie har genomförts med de undersökta bolagen. Till detta har intervjuer med personer verksamma i fastighets- och finansbranschen genomförts för att komplettera intervjuerna med fastighetsbolagen.

De fyra fastighetsbolagen är Balder, Castellum, Sagax och Wihlborgs och dessa har valts ut på grund av att deras finansiella rapporter funnits att tillgå i och med att de är börsnoterade. Vidare passar de in i vår studieperiod på tio år vilken inkluderar tid före, under och efter finanskris. Bolagen har olika ägastrukturer och befinner sig på skilda positioner i utvecklingscykeln. Därigenom belyses kapitaltillgängligheten i ett bredare perspektiv.

Det som kan konstateras är att de finansiella strategierna skiljer sig mycket åt, bolagen emellan, och att det beror på en mängd antal faktorer. Stor del beror på bolagens storlek och var i utvecklingscykeln bolaget befinner sig med däri inkluderad ägastruktur. Miller och Modiglianis teorier bygger på perfekta marknadsförhållanden vilket är svårt att simulera. Resultatet i uppsatsen pekar på att ett aktivt arbete med finansiering kan löna sig både ur kostnads- och riskperspektivet. Risknivåerna visar på sjunkande trender för samtliga bolag med ökad stabilitet vilket kan hänföras mycket till bolagens uppskrivna fastighetsvärden.

Förord

Detta examensarbete är vår avslutande del av en fantastisk lärarik och rolig tid i Lund. Arbetet har skrivits i samarbete med institutionen för fastighetsvetenskap vid LTH och konsultbolaget Croisette i Malmö under hösten 2016 och våren 2017.

Vi landade i en idé om det allt mer frekventa användandet av alternativ finansiering under våren 2016 och har därefter arbetat fram den tillsammans med handledare Ingemar Bengtsson.

Vi vill tacka vår handledare, universitetslektor Ingemar Bengtsson, våra bollplank Fredrik och Peter på Croisette i Malmö för mycket intressanta och givande tips under arbetets gång. Vi vill även rikta ett stort tack till alla personer från näringslivet som ställt upp och bidragit mycket till vårt examensarbete genom intervjustudien. Det vore inte möjligt att genomföra utan era erfarenheter och kunskap som ni gladeligen delat med er av.

Stort tack till vår klass L12 för de fantastiska åren i Lund och fortsatt lycka till med examensarbeten och arbetsliv!

Lund 2017-04-06

Magnus Persson

Fredrik Rost

Innehållsförteckning

1	Inledning	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Problemdiskussion	1
1.3	Syfte	2
1.4	Metod	2
1.4.1	Litteraturstudie	2
1.4.2	Empirisk studie	2
1.4.3	Intervjustudie	3
1.4.4	Urval	3
1.4.5	Frågeställningar	3
1.5	Avgränsningar	3
1.6	Felkällor	4
1.7	Disposition	4
2	Teori	5
2.1	Miller och Modigliani	5
2.1.1	Proposition 1 ” Ett företags marknadsvärde är oberoende dess kapitalstruktur ”	6
2.1.2	Proposition 2 ”Kapitalkostnaden är linjärt beroende med företags skuldsättningsgrad”	6
2.1.3	Skattesköld	6
2.1.4	Trade-off	7
2.1.5	Pecking order-theory	7
2.1.6	Market timing	8
2.2	Genomsnittlig kapitalkostnad	9
2.3	Capital Asset Pricing Model – ”CAPM”	10
2.4	Ägande	11
2.5	Risk	11
2.5.1	Affärsrisk	12
2.5.2	Finansiell risk	12
2.5.3	Risksamband	13
2.6	Begrepp	14
2.6.1	Soliditet	14
2.6.2	Skuldsättningsgrad	15
2.6.3	Finansiell hävstång	16
2.7	Sammanfattning av teorier	17
3	Empirisk undersökning	18
3.1	Definitioner av variabler	18

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

3.1.1 Riskfri avkastning	18
3.1.2 Estimerad marknadsavkastning	18
3.1.3 Beta	19
3.2 Bestämning av variabler	19
3.2.1 Riskfri ränta	20
3.2.2 Förväntade marknadsavkastningen.....	21
3.2.3 Skattesatser i beräkningar	21
3.3 Obligationer.....	22
3.3.1 Säkerställda obligationer	22
3.3.2 Icke-säkerställda obligationer	25
3.3.3 Prissättning	26
3.3.4 Rating.....	27
3.4 Preferensaktier.....	28
3.5 Övergripande riskbedömning i fastighetsbolag.....	30
3.6 Fastighetsmarknaden	31
3.7 Finanskrisen.....	34
3.8 Regelverk och EU-direktiv.....	35
3.8.1 Basel III	35
3.8.2 Basel IV	36
3.8.3 Finansiell stabilitet.....	37
4 Företagspresentationer	39
4.1 Balder	39
4.1.1 Ägande	39
4.1.2 Historia	39
4.1.3 Affärsstrategi	40
4.2 Castellum.....	40
4.2.1 Ägande	40
4.2.2 historia	41
4.2.3 affärsstrategi	41
4.3 Sagax	41
4.3.1 Ägande	41
4.3.2 Historia	42
4.3.3 Affärsidé	42
4.4 Wihlborgs	43
4.4.1 Ägande	43
4.4.2 Historia	43
4.4.3 Affärsstrategi	43
5 Empiriska resultat	44
5.1 Capital asset pricing model	44
5.1.1 Bestämning av Beta	44
5.1.2 Förväntad avkastning på eget kapital – R[e]	50
5.2 Kapitalstruktur.....	50

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

5.3 WACC	53
5.4 Nyckeltal	56
5.5 Risk.....	60
5.6 Sammanställning av intervjuer	65
Kapitalstruktur	68
Risk	70
Fastighetsmarknaden	70
Bolagsstyrning	72
6 Analys	73
7 Slutsatser	84
Källförteckning	87

1 Inledning

I detta avsnitt presenteras bakgrund, syftet, problemdiskussion och de frågeställningar som vi arbetat utefter i denna uppsats.

1.1 Bakgrund

Under 2000-talet har vi upplevt en global finanskris och marknadsräntorna har sjunkit drastiskt. Styrräntan är historiskt låg och statsobligationer har handlats till negativ avkastning. Det nya klimatet på finansmarknaden har öppnat upp för nya lösningar och en ökad aktivitet när det gäller finansiella instrument för både investerare och fastighetsbolag. Användandet av finansiella instrument är brett även om det fortfarande är svårt för mindre bolag att använda sig av obligationsmarknaden. Ur strategiskt perspektiv går det att hitta företag som använder sig av flera av de instrument som erbjuds samtidigt som det finns mer defensiva bolag som är fortsatt restriktiva i sin finansieringsstruktur.

Sagax var det bolag som nyintroducerade preferensaktien på den finansiella marknaden i Sverige. Detta skedde 2006 och sedan dess har antalet preferensaktier som handlas på börsen ökat markant. I tidningen Fastighetsnytt publicerades i mars 2017 en artikel där Danske Bank presenterade obligationsmarknadens allt större roll i finansieringen av svenska fastighetsbolag. Lågräntemiljön har gynnat obligationsmarknaden samtidigt som bankerna regleras allt hårdare på grund av nya EU-direktiv. Fastighetsbolagen i Sverige har hakat på trenden och emitterar idag stora belopp genom icke-säkerställda obligationer samt även obligationer säkerställda med fastighetspant.

Marknaden för alternativa finansieringsmetoder växer enormt och det kommer nya fastighetsbolag till börsen titt som tätt. Transaktionsvolymerna är tillbaka på nivåer som senast nåddes 2007 och värderingarna på både kommersiella fastigheter och privatbostäder är höga.

1.2 Problemdiskussion

Efter finanskrisen har medvetandet på de finansiella marknaderna förändrats. De finansiella strukturerna och regelverken har förändrats och det råder en större riskmedvetenhet generellt. Bankerna är allt mer under press genom olika direktiv och regleringar och den finansiella stabiliteten ses som bankernas primära ansvar. Detta har mer eller mindre tvingat vissa fastighetsbolag att ge sig in i världen av alternativ finansiering. Det kan finnas olika skäl till val av instrument och det är något vi ville

undersökta och lära oss mer om. En hypotes vi arbetat efter är att i strid med Miller & Modiglianis teori om kapitalkostnader så kan bolagen med aktivt arbete själva påverka sin situation och en annan hypotes är att ägandet spelar roll i bolagens utveckling och den finansiella risken bör därför skilja sig åt.

De undersökta bolagen har haft olika finansiella strategier och kapitalstrukturer och intresset av att undersöka de bakomliggande faktorerna till detta har varit centrala. Med strategier och kapitalstruktur följer också en finansiell risk, det är en risk vi har försökt att undersöka. Rådande marknadsläge med låga räntor, höga priser och en osäker framtid är faktorer som vi haft i åtanke under arbetets gång.

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka hur kapitalkostnad och finansiell risk har förändrats i fyra börsnoterade svenska fastighetsbolag över tid. Tidsperioden som undersöks är 2006–2015. Fokus har lagts på fastighetsbolagens användning av finansiella instrument och val av finansiella strategier. Vidare ska en ansats göras att förstå effekterna av Basel III samt de kommande Basel IV regleringarna som implementerats stegvis med grund i finanskrisen.

1.4 Metod

För att uppfylla uppsatsens syfte har vi arbetat fram ett teoretiskt ramverk som belyser de beståndsdelar som undersökningen kommer att kretsa kring. Teori inom ämnesområden som kapitalstruktur, ekonomisk risk och grundläggande fastighetsekonomi kommer att undersökas för att få en bättre förståelse för fastighetsverksamhet och att fördjupa analysen av frågeställningarna.

1.4.1 Litteraturstudie

Undersökningen genomförs inledningsvis med en litteraturstudie av ovan nämnda teori inom företagsekonomi samt finansiell ekonomi. Även rapporter från Sveriges Riksbank, Finansinspektionen, andra statliga organ samt EU direktiv har studerats. Med syfte att få en bild av hur de olika marknaderna ser ut och fungerar tillsammans.

1.4.2 Empirisk studie

Ur litteraturstudien identifierades ett antal finansiella nyckeltal som är relevanta för att ge vägledning i frågeställningen. En djupdykning i fyra börsnoterade fastighetsbolags årsredovisningar har genomförts och utifrån det har nyckeltal sammanställts och kapitalstrukturer identifierats. För att beräkna de ingående variablerna i kapitalkostnaden har en metod med historiska aktiedata och ett

jämförelseindex valts. Utifrån historiska data har skattningar av variabler gjorts med regressionsanalys, en metod som enligt marknadsundersökningar används när banker och andra investerare värderar tillgångar. Detta innebär en osäkerhet i de skattade variablerna.

1.4.3 Intervjustudie

För att komplettera den empiriska studien används intervjuer genomförda med ledande befattningshavare i de undersökta bolagen. Detta kompletteras med intervjuer av rådgivare och analytiker verksamma inom fastighetsbranschen. Rådgivare och analytiker intervjuas för en bredare bild av företagen och läget på marknaden. Intervjuerna har gjorts i ett semistrukturerat upplägg för att på så vis kunna fånga upp diskussioner under samtalets gång. Detta har valts framför att en strukturerad intervjuform där endast förbestämda frågor besvaras.

1.4.4 Urval

Studien grundar sig på fyra börsnoterade fastighetsbolag. De fyra bolagen som valts ut för studien har valts för att de har en kapitalstruktur som skiljer sig åt från varandra. De har också valts på grund av att deras redovisningar funnits tillgängliga under hela det undersökta tidsintervallet. Att valet föll på börsnoterade fastighetsbolag är för att de till skillnad från exempelvis allmännyttiga eller statliga fastighetsbolag är till större mån vinstdrivande och vinstmaximerande i sin natur. Ett sista kriterium har varit att de undersökta bolagens ägarbild, liksom kapitalstruktur, ska skilja sig gentemot varandra för att kunna undersöka hur ägandet spelar in i ett företags verksamhet och finansiering.

1.4.5 Frågeställningar

- I. Hur har användandet av finansiella instrument utvecklats och hur har det påverkat den genomsnittliga kapitalkostnaden i fastighetsbolag?
- II. Hur motiverar fastighetsbolagen sitt val av finansiering?
- III. Hur har den finansiella risken i fastighetsbolagen förändrats under tidsperioden?
- IV. På vilket sätt påverkar Basel III och Basel IV fastighetsbolagen?

1.5 Avgränsningar

Vi har valt att fokusera på två typer av alternativ finansiering i form av preferensaktier samt obligationer. Risken kommer att undersökas ur den finansiella risken, alltså affärsrisken kommer således inte att utredas närmare. Tidsperioden har

avgränsats till tioårsperioden 2006–2015 då årsrapporter fanns tillgängliga för de utvalda bolagen.

1.6 Felkällor

Data som använts i arbetet är främst ur bolagens årsredovisningar 2006–2015 samt Stockholmsbörsens databaser av historiska data. I riskberäkningar har data från databaserna Retreiver och Sedis använts och i vissa fall har denna behövt kompletteras med data från företagens egna redovisningar. I intervjustudien sker först intervjun och sedan transkriberas denna. Det ger utrymme för möjligt bortfall av information men också att tolkningar görs. Det finns på aktiemarknaden ett antal faktorer som kan kopplas till företagets verksamhet fundamentalt och en viss försiktighet bör iaktas vid användandet av siffrorna.

1.7 Disposition

I kapitel 2 presenteras de olika teorier som ligger till grund för arbetet och analysen. I kapitlet presenteras även nyckeltal som undersöks i arbetet.

I kapitel 3 presenteras den empiriska undersökningen av bakomliggande faktorer och ingående värden i beräkningarna. Dels för att synliggöra orsaker till olika företeelser men också för att klargöra variabler.

I kapitel 4 presenteras det resultat som vi beräknat med data från bolagens årsredovisningar samt historiska data från Stockholmsbörsen. Detta presenteras mestadels i diagram och i tabellform. I kapitlet återges även en sammanfattning av intervjustudien. Intervjuerna finns i sin helhet som bilagor till arbetet.

I kapitel 5 presenteras de bolag som ligger till grund för undersökningen.

I kapitel 6 analyseras resultaten från arbetet. Analysen sker utifrån det teoretiska ramverk som arbetats fram, nyckeltal och övriga bakomliggande faktorer som presenteras i kapitel två och tre.

I kapitel 7 diskuteras slutsatser och arbetet sammanfattas kort.

2 Teori

I detta avsnitt presenteras teorierna som har varit centrala i uppsatsen för att bedöma kapitalkostnad, utvärdera risknivåer samt analysera sammanställd empiri. Fakta har hämtats från olika typer av litteratur med ekonomisk inriktning samt rapporter.

2.1 Miller och Modigliani

I juni 1958 presenterades artikeln ” *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* ” (Miller och Modigliani (MM), 1958) i tidskriften *The American Economic Review*. I artikeln presenteras två propositioner om ett företags värde och kapitalstruktur.

Ekonomisk teori utgår från två kriterier för att fatta rationella beslut:

- A. Maximera vinster
- B. Maximera marknadsvärde

Enligt det första kriteriet innebär det att en tillgång är värd att förvärva om tillgången i fråga ökar vinsten för ägaren. Det andra kriteriet innebär att om en tillgång kommer att öka värdet på ägarens tillgångar i form av aktiekapital, så är tillgången värd att förvärva (MM, 1958).

Vidare presenterar MM (1958) två propositioner som endast gäller under vissa antaganden. Antaganden är att perfekta marknadsförhållanden råder, vilket definieras som följande:

- Det finns inga skatter
- Det finns inga transaktionskostnader
- Alla marknadsaktörer har tillgång till samma information, det vill säga att informationssymmetri råder.
- Lånekostnaden är den samma för investerare som företag.
- Lånefinansiering påverkar inte ett företags EBIT-resultat

(Miller och Modigliani, 1958)

2.1.1 Proposition 1 ” Ett företags marknadsvärde är oberoende dess kapitalstruktur ”

Enligt den första propositionen har företags kapitalstruktur ingen betydelse när företaget värderas. Företagets marknadsvärde bestäms istället av summan av företagets utstående skuld och företagets egna kapital.

$$\text{Marknadsvärde} = \text{Eget kapital} + \text{Skulder}$$

Det vill säga att oberoende av hur företagets sammansättning av finansiering ser ut kommer marknadsvärdet vara detsamma för företaget, givet att de antagandena om perfekta marknadsförhållanden ovan råder. Valet av skuldfinansiering eller finansiering med hjälp av eget kapital spelar således ingen roll för marknadsvärdet på företaget (MM, 1958)

2.1.2 Proposition 2 ”Kapitalkostnaden är linjärt beroende med företagets skuldsättningsgrad”

Den andra propositionen behandlar hur kapitalkostnaden påverkas av ett företags skuldsättningsgrad. Den förväntade kapitalkostnaden beräknas på följande sätt:

$$\text{Kapitalkostnad} = \text{kostnad för eget kapital} + \text{räntekostnader} * \left(\frac{\text{skulder}}{\text{eget kapital}}\right)$$

Ur detta härleds ett linjärt samband mellan kapitalkostnaden och skuldsättningsgraden i företaget (MM, 1958).

2.1.3 Skattesköld

Enligt inkomstskattelagen (IL) finns det möjlighet för företag att göra skatteavdrag på räntekostnader som är förknippade med verksamheten. I 16 kap 1§ IL stipuleras följande:

”Utgifter för att förvärva och bibehålla inkomster ska dras av som kostnad. Ränteutgifter och kapitalförluster ska dras av även om de inte är sådana utgifter.”

Detta ger företag en möjlighet att utnyttja det som i dagligt tal kallas för skattesköld. När ett företag använder sig av finansiell utväxling följer det att man kan göra avdrag för räntekostnader och på det sättet minska räntekostnaderna (Berk & DeMarzo, 2007). Skatteskölden beräknas enligt följande:

$$\text{Skattesköld} = \text{Skattesats} * \text{Räntekostnader}$$

2.1.4 Trade-off

Kapitalstrukturen i ett bolag kan ses som en trade-off mellan skattefördelar associerade med lånat kapital och den ökade risken för finansiella problem som följer med lånat kapital. Trade-off som uppstår mellan fördelarna och nackdelarna leder slutligen till en optimal nivå av lånat kapital i bolaget. Teorin implicerar alltså att en optimal nivå på lånat kapital gäller för varje bolag och att det då är målnivån att sträva efter. Ytterligare en faktor att ta hänsyn till gällande teorin är kostnaden för eget kapital kontra lånat kapital med de positiva och negativa aspekter det innebär (Kraus och Litzenberger, 1973).

Enligt teorin är värdet av ett bolag med hävstång lika med ett bolags värde utan hävstång adderat med värdet av skatteskölden subtraherat med kostnaden för finansiell risk. Alltså:

$$\text{Värde med hävstång} = \text{Värde utan hävstång} + \text{Värde av skattesköld} - \text{Kostnad för finansiell risk}$$

(Berk och DeMarzo, 2014).

2.1.5 Pecking order-theory

Pecking order-theory eller hackordningsteoremet är en teori om hur företag väljer att finansiera sig. Teorin förklarar på ett enkelt sätt hur ett företag prioriterar i sin finansieringsverksamhet. Myers (1984) utgår från tre alternativ till finansiering och ser ut som följande:

1. Intern finansiering via återkommande kassaflöde
2. Extern finansiering via lån och hybrider
3. Extern finansiering via emission av eget kapital

Om ett företag har möjlighet att investera via intern finansiering har företaget en outnyttjad finansiell styrka. Den outnyttjade finansiella styrkan prioriteras i första hand och därefter följer extern finansiering, där i första hand via lån och hybrider och i sista hand via emission av nytt eget kapital för att behålla värdet för befintliga aktieägare inom företaget (Majluf & Myers, 1984).

Teorin om pecking order handlar i stor utsträckning om priset på kapital som behövs. I någon mån behöver företaget rabattera tillgångar för att få tillgång till externt kapital. Att låna via bank är billigare än att emittera aktier via nyemission varvid bankfinansiering prioriteras framför eget kapital. För att undvika att behöva rabattera

tillgångarna används först och främst kapital som finns i verksamheten i form av vinster och andra tillgångar. Andelen främmande kapital i balansräkningen ökar generellt hos företag med sämre lönsamhet. Att emittera eget kapital är enligt pecking order teorin en absolut sista utväg när risken för betalningssvårigheter i samband med lånefinansiering blir för hög (Berk, DeMarzo & Harford, 2012, s. 486)

2.1.6 Market timing

Om företagsledningen anser sig ha ett informationsövertag gentemot marknaden kan de vid dessa tillfällen agera för att stärka värdet på företaget. Detta kan ske dels genom nyemission till ett högre pris än vad de bedömer att företaget är värt eller genom att återköpa aktier om de anser att företaget är undervärderat. Det kan för långsiktiga ägare vara gynnsamt att företagsledningen allokera företagens kapital i tider då de anser att företaget är felaktigt prissatt (Berk, DeMarzo & Harford, 2012, s. 485).

Enligt en undersökning utförd av Baker & Wurgler (2002) har försök att utnyttja marknaden i rätt tid en långsiktig effekt på kapitalstrukturen i företag. Deras resultat visar att företag med en hög skuldsättning ofta har försökt att utnyttja marknaden i tider där tillgångarna varit högt värderade samtidigt som företag med låg skuldsättning istället utnyttjat marknaden för att ta in kapital när deras tillgångar varit högt värderade.

Baker & Wurgler (2002) redogör för scenarion där market timing teorin tillämpas i praktiken. Det första scenariot är att företag tenderar att emittera eget kapital framför skuld när deras tillgångar är högt värderade och att de genomför aktieåterköp när tillgångarna är lågt värderade. Genom att utnyttja marknaden i dessa tillfällen gör företagen på marknaden i genomsnitt goda investeringar. Detta görs vanligtvis när investeringskollektivet är optimistiskt inför framtida vinsttillväxt och lönsamhet och det är något som företagsledningar drar nytta av.

2.2 Genomsnittlig kapitalkostnad

Den genomsnittliga kapitalkostnaden, på engelska ”Weighted Average Cost of Capital” eller WACC, är ett bra sätt att beräkna och undersöka vilka effekter finansiell hävstång har på ett företags förväntade avkastning och risk. För att maximera avkastningen för aktieägarna har ett företag tre alternativa tillvägagångssätt. Det första sättet är att förbättra verksamhetens kassaflöden och på så sätt få mer kapital över. Det andra sättet är att minimera sin genomsnittliga kapitalkostnad genom att optimera sin kapitalstruktur och det tredje alternativet är en kombination av de båda ovan nämnda metoderna.

WACC, eller den genomsnittliga kapitalkostnaden, kan ses som ett avkastningskrav för hela verksamheten. För att förstå kapitalkostnaden är det mer pedagogiskt att dela upp den i sina beståndsdelar, det egna och det främmande kapitalet.

Kapitalkostnaden för eget kapital är inte definierad som en uttalad utdelning till aktieägarna. Kostnaden är istället definierad som en alternativkostnad för en investering med en liknande riskprofil med hänsyn till den riskfria räntan och en avkastning för att utsätta sig för marknadsrisk.

Kostnaden för det främmande kapitalet beror på företagets lånevillkor justerad för den skattesubventionerade delen vilken är kopplad till ränteavdraget. Det vill säga att ett företag kan göra skatteavdrag för dess räntekostnader.

När dessa komponenter sedan ska viktas ihop används proportionerna mellan det egna och det främmande kapitalet i förhållande till det totala kapitalet (Berk & DeMarzo, 2014)

$$WACC = \frac{E}{E + S} * R_e + \frac{S}{E + S} * R_s * (1 - T)$$

$$WACC = \frac{E - P}{E - P + S} * R_e + \frac{S}{E + S} * R_s * (1 - T) + \frac{P}{E + S} * R_p$$

E = Eget kapital

S = Skulder

P = Preferensaktiekapital

Re = Kostnad eget kapital

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

R_s = Kostnad skuld

R_p = Kostnad preferensaktie

T = Skattesats

Formlerna ovan är de formler som används för att beräkna WACC i de undersökta bolagen (Geltner & Miller, 2006). När WACC beräknas utan skattesköld bortses från termen $(1-T)$. För att isolera preferensaktiens inslag har vi valt att ha den som en egen komponent i formeln.

2.3 Capital Asset Pricing Model – "CAPM"

CAPM eller Capital Asset Pricing Model är en metod som används för att bedöma risk och estimerad avkastning. För att en investering ska vara lönsam krävs det att avkastningen är tillräckligt hög för att kompensera riskbilden. Relationen mellan avkastning och risk kan uttryckas genom CAPM-formeln nedan.

Förväntad avkastning = riskfri avkastning + beta (marknadspremie)

$$R_e' = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

där variablerna är definierade som följande:

R_e' = förväntad avkastning

R_f = riskfri ränta

β = tillgångens beta-värde

R_m = marknadens förväntade avkastning

Parentesen i formeln är densamma som portföljens riskpremie. Då investerare vill ha kompensation för sin risk är portföljens riskpremie positiv, vilket innebär att avkastningen är en positiv funktion av sitt betavärde. Antagandet att riskpremien är positiv grundar sig i att marknadens avkastning varit högre än den riskfria räntan under en mycket lång tidsperiod (Ross, Westerfield, Jaffe, 2002, s. 272).

Enligt Fama & French (1992) kan CAPM-formeln kompletteras för att ge en mer korrekt värdering av vissa typer av bolag. De lyfter problematiken med små bolag med ojämn intjänning som faktorer som CAPM-modellen missar. De har därför utvecklat en modell som kallas three-factor-model. I three-factor-model justeras riskpremien med risk förknippad med bolagets storlek och volatilitet i intjäningsförmåga. I denna uppsats undersöks fyra börsnoterade fastighetsbolag som i

svenska mått är av större karaktär. De har även stabil intjäning och på så sätt behöver vi inte kompensera för de faktorer som Fama och French utvecklat.

2.4 Ägande

Ett aktiebolag ska enligt 3 kap 1§ aktiebolagslagen (ABL) ha en så kallad bolagsordning. Bolagsordningen kan man kalla bolagets regelverk och grundpelare och den reglerar bland annat bolagets verksamhet, styrelsens säte och sammansättning och antalet aktier som ska finnas i bolaget. I bolagsordningens punkt om aktier kan bolaget specificera om det ska finnas aktier i olika så kallade aktieklasser, A- och B-aktier samt preferensaktier (Bolagsverket, 2016). Aktierna kan i bolagsordningen ges olika egenskaper i form av rösträtt och rätt till bolagets tillgångar. Vanligtvis ges A-aktier en starkare rösträtt än B-aktier och ett aktieslags rösträtt får maximalt vara 10:1 röster. Ägande av A-aktier är ett sätt för ägaren att bibehålla kontrollen över bolaget trots att ytterligare kapital tillförs vilket betyder att emission främst sker av B-aktier. Preferensaktier har företräde till utdelning och vid upplösning av bolaget en på förhand fastställd del i tillgångarna. Andra aktievillkor kan till exempel vara rätten att utse en medlem i styrelsen (Bolagsverket, 2016).

Intressekonflikter

Enligt Miller och Modigliani (1958) finns två rationella ekonomiska sätt att bedriva ett företag på. Det första är att maximera bolagets vinst och det andra att maximera marknadsvärdet för bolaget. Det sistnämnda är vanligtvis målet för ett bolag ur ett ägarperspektiv. Ägande och bolagsledning är inte alltid samma sak och detta har lett till att ett så kallat principal-agent problem uppstått. Ägarna, principalen, utser en ledning, agent, att bedriva verksamheten i företaget och att maximera vinsten samt marknadsvärdet. Problematiken ligger i att ledningen och ägarnas mål kan skilja sig åt då de båda grupperna vill belöna sig själva på bästa sätt. Trots det att ägandet ger rätt att bestämma hur verksamheten i stort ska bedrivas så är det ledningen som bedriver den dagliga verksamheten. Det betyder att ledningen kan behöva ges incitament att agera i enighet med ägarens vilja (Berk, DeMarzo, 2007). För att ägarna ska få sina intressen tillgodosedda kan därför de anställda ges förmåner som är kopplade till en prestation utifrån ägarnas målbild.

2.5 Risk

I företag diskuteras två typer av risker när företagets kapitalstruktur bestäms. De två riskmomenten som den totala risken består av är affärsrisk och finansiell risk. Affärsrisken är den risk som företaget utsätts för genom att vara verksam i sin bransch och branschens variation i intjäningsförmåga över en tidsperiod. Den

finansiella risken är även den kopplad till intjäningsförmågan men istället ur företagets perspektiv med fokus på dess finansieringskostnader (De Ridder, 2003). I ett företag där soliditeten uppgår till 100 procent är alltså den totala risken identisk med affärsrisken då företaget inte har några kostnader för finansiering (Johansson & Runsten, 2005).

2.5.1 Affärsrisk

Affärsrisken i ett företag brukar analyseras ur spridningen av räntabiliteten på företagets totala kapital (Johansson & Runsten, 2005). Spridningen av räntabiliteten på totalt kapital är ett mått på förändringar i företagets intjäningsförmåga och kostnadsstruktur. Företagets intjäningsförmåga och kostnadsstruktur kan till viss del påverkas av strategiska beslut, medan den också påverkas av ett flertal utomstående faktorer. Faktorer som påverkar affärsrisken är priskänslighet, marknadsandel, inträdesbarriärer för konkurrenter och kostnadsläge på marknaden (De Ridder, 2003, s. 157).

I ett fastighetsbolag kan direktavkastningen på fastigheterna användas som ett mått för affärsrisk. Direktavkastningen är en kombination av den riskfria räntan samt en riskpremie för att äga fastigheten. Denna riskpremie i direktavkastningen speglar den bedömda affärsrisken i fastigheten. Om riskpremien är låg kan det betyda att förväntningarna är låga gällande förändringar i fastighetens driftnetto. En annan faktor är att fastigheten är belägen i ett centralt och bra läge eller att orten har stark tillväxt och därför god efterfråga på fastigheter och således låg risk för fastighetsägaren (Lind, 2004). En extern faktor i bedömningen av risken ur direktavkastningsperspektiv kan härledas till att marknaden får en ändrad syn på fastighetstypen. Om marknaden bedömer affärsrisken högre kommer detta avspeglas i ett högre direktavkastningskrav som fastighetsbolaget inte kan påverka (Lind, 2004).

Detta sammantaget är bedömningar som görs med utgångspunkt i en förväntad avkastning på investeringen. Risken mäts med variationer i den totala avkastningens avvikelse från den förväntade avkastningen och är alltså ett statistiskt mått (De Ridder, 2003, s. 65).

2.5.2 Finansiell risk

Den finansiella risken i ett företag är ofta direkt hänförlig till bolagets kapitalstruktur. Risken brukar bedömas utifrån spridningen i vinst per aktie som påverkas av kostnader förknippade med eventuellt främmande kapital som bolaget använder i sin kapitalstruktur (De Ridder, 2003).

Den finansiella risken i ett företags kapitalstruktur beror på ett flertal faktorer. Finansiell risk påverkas av ränterisk, kreditrisk, finansmarknadsrisk, motpartsrisk, valutarisk och likviditetsrisk. Ränterisken definieras som resultat- eller kassaflödespåverkande faktorer som beror på förändringar i marknadsräntan. Kreditrisk definieras som risken för förlust på grund av att en motpart inte kan fullfölja finansiella åtaganden (Riksbanken, 2013). Finansmarknadsrisk består av en eventuell svårighet att få tillgång till nödvändiga resurser. Exempel kan vara utebliven upplåning eller upplåning till sämre villkor än beräknat. Valutarisk definieras som värdeförändringar i annan valuta än företagets primära valuta och kan förebyggas via optionsavtal eller att en kurssäkring ingås. Likviditetsrisk är risken att sakna likvida medel eller outnyttjad kredit att fullgöra sina åtaganden (Hallengren, 2002).

2.5.3 Risksamband

Den totala risken är en kombination av de två typerna av risk som presenterats ovan, affärsrisk och finansiell risk. Total risk mäts som spridningen i räntabiliteten på eget kapital och sammanfattas av Johansson & Runsten (2005), i en modell:

$$\text{totalrisk} = \text{affärsrisk} + \text{finansiell risk.}$$

$$R_t = R_A + (R_A - R_S) * \frac{S}{E}$$

R_t = Total risk

R_A = Affärsrisk

R_S = Genomsnittlig skuldränta

S/E = Skuldsättningsgrad

$$\text{Finansiell risk} = (R_t - R_S) * \frac{S}{E}$$

Enligt formeln ovan så kan ett företag med helt skild affärs- och finansiell risk ha samma totalrisk. Den totala risken beror alltså både på företagets operativa och finansiella risker. En alltför hög affärsrisk kan till exempel kombineras med en bra finansieringsstruktur med låg finansiell risk eller vice versa (Johansson & Runsten, 2005).

Nyckeltal är användbara instrument för att bedöma den företagsspecifika risken i bolag. I Carlson (2014) presenteras strategimallar där man matchar nyckeltal parvis i en matris för att belysa trender och nivåer. På så vis placeras bolag i olika kvartiler beroende på dess riskbild (Carlson, 2014).

		Nyckeltalsmatris	
		Positiv	Negativ
Nyckeltal X	Negativ	4	3
	Positiv	1	2
		Positiv	Negativ
		Nyckeltal Y	

Figur 1 Nyckeltalsmatris för parvis matchning av nyckeltal

I figur 1 matchas nyckeltal punktvis under till exempel en mätperiod för att på så sätt visa trender i bolagens riskbild. Matrisen ger en lägesbild och kan underlätta i utvecklandet av strategier. Eftersträvansvärt är matchningar av nyckeltalen i första kvartilen och detta tyder på god riskprofil i den undersökta parvisa matchningen.

2.6 Begrepp

Nedan presenteras ett antal begrepp som anses centrala för att beräkna kapitalkostnad samt risk.

2.6.1 Soliditet

Soliditet är ett nyckeltal för att mäta andelen eget kapital som finansierar ett företag. Det kan också ses som ett mått på den finansiella risken i ett bolag. Ett företag med en låg soliditet kan i svåra tider ha svårt att överleva medan ett företag med hög soliditet troligtvis klarar sig bättre. Den finansiella risken i ett företag anses stiga med en låg soliditet då det finns mindre eget kapital i företaget att ta upp en eventuell förlust.

Ett soliditetsmått som beräknas ur ett företags balansräkning betraktas som ett uppskattat närmevärde. Soliditeten bör beräknas med hänsyn till alla tillgångar,

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

skulder och förpliktelser som finns i bolaget. I mogna bolag kan det finnas stora dolda värden som till exempel anläggningar som införskaffats och avskrivits (Hallgren, 2002).

Soliditet beräknas vanligtvis på följande två sätt:

Soliditet i %

Soliditet i % är förhållandet mellan det justerade egna kapitalet och det totala kapitalet i ett företag. Det justerade egna kapitalet utgörs av beskattat eget kapital och (1-skattesats) * obeskattat eget kapital.

$$\text{Soliditet i \%} = \left(\frac{\text{Justerat eget kapital}}{\text{totalt kapital}} \right) * 100$$

Andel eget kapital

Andel eget kapital är ett alternativt sätt att beräkna soliditet. Detta beräkningsmått använder sig istället av så kallat riskbärande kapital i förhållande till det totala kapitalet. Det riskbärande kapitalet definieras som följande:

$$\text{Riskbärande kapital} = \text{Beskattat} + \text{fullt obeskattat eget kapital} + \\ \text{eventuella minoritetsintressen}$$

Då det finns flera olika metoder att mäta soliditet är det viktigt att vid analys av just soliditet utreda vilken metod som använts för att beräkna soliditeten (Hallgren, 2002)

2.6.2 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgraden definieras som företagets totala skulder i förhållande till det egna kapitalet.

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{totala skulder}}{\text{totalt eget kapital}}$$

De totala skulderna består av summan av alla kort- och långsiktiga skulder som företaget har utstående. Det totala kapitalet består av det kapital som är hänförligt bolagets aktieägare.

2.6.3 Finansiell hävstång

Ett företag kan välja att finansiera sig via antingen lån eller eget kapital. Företagets räntabilitet på eget kapital beror delvis på mängden finansiell hävstång som används i finansieringen av verksamheten. För att beräkna den finansiella hävstången behöver man beräkna företagets skuldsättningsgrad. Räntabiliteten på eget kapital beräknas sedan med skuldsättningsgraden och kostnaden för det främmande kapitalet.

Ett företag kan med hjälp av främmande kapital använda den så kallade hävstångseffekten. Företaget tar in främmande kapital och investerar kapitalet i en tillgång som ger en högre avkastning än vad kostnaden för kapitalet i fråga är. Detta ger en högre avkastning på det totala kapitalet och kallas även ibland en finansiell utväxling. Formeln för att beräkna finansiell hävstång arbetades fram av den svenske professorn Sven Erik Johansson och hans medarbetare som definierade det som följande:

$$R_e = \left[R_t + (R_t - R_s) * \frac{S}{E} \right] * (1 - T)$$

R_e = Räntabilitet på eget kapital

R_t = Räntabilitet på totalt kapital

R_s = Kostnad för skuld

T = Skattesats

S/E = Skuldsättningsgrad

Nedan visas ett exempel på effekten av en finansiell utväxling.

Företag A använder sig av finansiell utväxling och Företag B använder sig av mer eget kapital i sin finansiering. Ingångsvärden och skillnad i avkastningen redovisas i tabell 1.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Tabell 1 Exempel på hävstångens effekt

Hävstångseffekten	Företag A	Företag B
<i>Eget Kapital</i>	500	800
<i>Främmande kapital</i>	500	200
<i>R_t</i>	15%	15%
<i>R_e</i>	5%	5%
<i>Skattesats</i>	22%	22%
<i>Avkastning</i>	19,5%	13,65%

Företag A får genom en högre utväxling 5,85% högre räntabilitet på eget kapital än företag B. (Berk, DeMarzo, 2014).

2.7 Sammanfattning av teorier

Teorikapitlet är tänkt som ett underlag för samtliga efterföljande avsnitt. Detta kapitel tar upp de väsentliga teorierna när det kommer till att bedöma de undersökta bolagens finansiella situation. De flesta teorierna utgår från Miller och Modigliani som en grundplåt och dessa är viktiga för att kunna utreda empirin och resultatet för att förstå hur situationer påverkas i olika utsträckning. För att besvara frågeställning I behöver vi använda oss av ett verktyg för att estimerar bolagens avkastningskrav och detta görs med hjälp av CAPM, som bygger på statistiska metoder. Teorierna kommer efter detta kapitel inte närmare analyseras i kapitel 3,4 och 5 utan återkoppling sker sedan i analysavsnittet i kapitel 6.

3 Empirisk undersökning

I detta avsnitt presenteras den empiri som ligger till grund för att besvara uppsatsens frågeställningar. Empirin utgörs av sammanställd relevant information från litteratur och utifrån intervjuunderlag med representanter från respektive fastighetsbolag samt kunniga på området.

3.1 Definitioner av variabler

I detta avsnitt presenterar och förklarar vi de olika variabler som används i vår uppsats.

3.1.1 Riskfri avkastning

För att en avkastning ska anses som riskfri finns det två krav. Den estimerade avkastningen måste vara densamma som den faktiska avkastningen, vilket betyder att standardavvikelse inte existerar. Det får helt enkelt inte finnas risk i investeringen och dessa investeringar brukar typiskt vara statsobligationer. Det får samtidigt inte existera återinvesteringsrisk vilket innebär att endast nollkupongobligationer kan anses vara fullständigt riskfria (Damodar, 2011, s. 101). Denna avkastning kan varje investerare erhålla om denne investerar i riskfria instrument men det ska tilläggas att avkastningen varierar i olika delar av världen. Statsobligationer kan som tidigare nämnt anses vara fullständigt riskfritt vilket kan hänvisas till att sannolikheten för att återbetalning ska utebli är nästintill noll.

3.1.2 Estimerad marknadsavkastning

Den estimerade marknadsavkastningen är den avkastning en investerare förväntar sig från en marknadsportfölj. Avkastningen består av två delar, den riskfria räntan och riskpremie som är kompensationen för extra risk. Detta visas genom följande formel:

$$R_m = R_f + \text{Risk premium}$$

(Ross, Westerfield & Jaffe, s 272, 2002)

Riskpremien är positiv eftersom investerare vill ha kompensation för den extra risk de utsätter sig för utöver den riskfria räntan. För att estimeras riskpremien är det allmänt vedertaget att använda historiska data från aktiemarknadens avkastning. Mellan åren

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

1926–1999 var avkastningen på vanliga aktier på den amerikanska aktiemarknaden 13,3 % samtidigt som den riskfria räntan var 3,8 %. Det resulterar i en riskpremie på 9,5 % enligt formeln ovan (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002, s.272). Enligt JP Morgan (2008) är det amerikanska aktiemarknaden ett bra hjälpmedel för att beräkna riskpremie på grund av att den är utvecklad och öppen. En utvecklad och öppen marknad innebär frihet gällande investeringar vilket betyder att ingen skulle investera i en marknad där riskjusterade avkastningen är lägre.

3.1.3 Beta

En tillgångs betavärde är en beskrivning av tillgångens samvariation med hela marknaden i förhållande till hela marknadens svängningar (Hallengren, 2002). Betavärdet kan också ses som en typ av känslighetsmått för en tillgångs marknadsrisk (Berk & DeMarzo, 2014).

Om en tillgång har ett betavärde kring 1 kommer tillgången att reagera likt marknaden och följa marknadens svängningar. Vid ett högre eller lägre betavärde kommer tillgången reagera i samma riktning som marknaden men med en procentuell skillnad. Beta 0,5 ger alltså 0,5% i uppgång om marknaden går upp 1%. Ett betavärde kan även vara negativt. Då reagerar tillgången i motsatt riktning jämfört med marknaden (Hallengren, 2002).

Enligt en undersökning utförd av PWC (2015) i Sydafrika, "Valuation methodology survey", används egenberäknade beta-värden. Rapporten anger att investerare i Sydafrika är indifferent till att köpa in tredje-parts värderingar av tillgångars beta-värden eller att räkna fram dessa betavärden med ovan nämnda metoder. I uppsatsen kommer det att beräknas egna beta-värden i enlighet med PWCs rapport.

Beräkning av betavärdet är förknippat med felkällor i underliggande datamaterial. I denna uppsats har vi valt att använda oss av ett beta-värde för längsta möjliga mätperiod. Att vi valt ett betavärde över en lång tidsperiod förklaras i att vi vill ha ett jämförelsematerial framför en aktuell värdering. Genomsnittligt beta används för att minimera marknadsfluktuationer som kan bero på faktorer som är svåra att isolera.

3.2 Bestämning av variabler

Nedan följer ett antal essentiella variabler som används för att beräkna kapitalkostnaden i de undersökta fastighetsbolagen.

3.2.1 Riskfri ränta

I den årliga rapporten ”Riskpremiestudien” från PWC som presenterades i mars 2016 undersöker PWC hur stora svenska investerare bedömer risker på den svenska aktie- och tillgångsmarknaden. En fråga i undersökningen lyder “Vilken underliggande ränta använder ni som riskfri ränta i era investeringar?”

Angivet i tabell 2 är en sammanställning av enkätsvaren:

Tabell 2 Vilken ränta används som riskfri ränta enligt ”Riskpremiestudien”

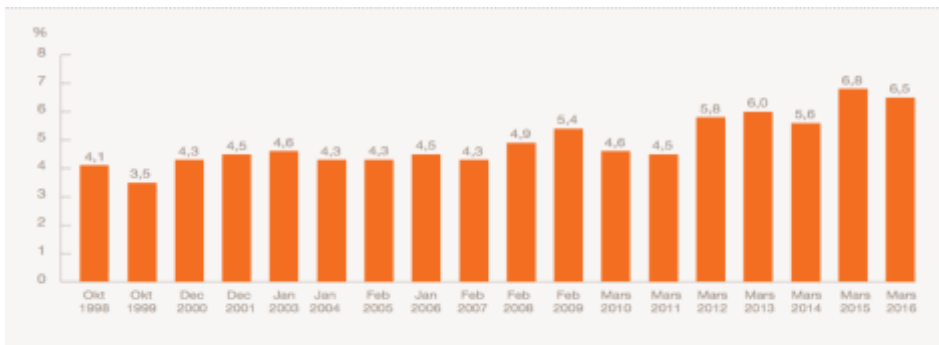
Undersökningens resultat					
<i>Ränta</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
<i>10 årig statsobl.</i>	<i>59%</i>	<i>64%</i>	<i>69%</i>	<i>66%</i>	<i>55%</i>
<i>5 årig statsobl.</i>	<i>17%</i>	<i>10%</i>	<i>19%</i>	<i>17%</i>	<i>13%</i>
<i>Annan</i>	<i>24%</i>	<i>26%</i>	<i>12%</i>	<i>17%</i>	<i>32%</i>

(PWC, 2016)

Som vi ser i enkätsvaren ovan är det långa statsobligationer som fortfarande används i majoritet på marknaden. Det innebär att vi i denna uppsats kommer att använda oss av medelvärdet av en svensk 10-årig statsobligation under perioden 2006–2015 när beräkningarna utförs.

3.2.2 Förväntade marknadsavkastningen

I samma årliga studie som presenterades ovan, ”Riskpremiestudien” (PWC), återfinns en fråga till samma stora svenska investerare om vilken förväntad avkastning som de räknar med. Denna förväntade avkastning är en nödvändig komponent i CAPM-modellen.



Figur 2 Graf över marknadspremie i Sverige

Figur 2 visar den förväntade marknadspremien som investerarmarknaden i Sverige har använt sig av mellan åren 1998–2016. Marknadspremien som kommer att användas till beräkningarna blir ett genomsnittligt värde av den undersökta marknadspremien som använts under perioden 2006–2015. Detta är samma period som vi avser undersöka i beräkningarna. Den genomsnittliga marknadspremien under tidsperioden är beräknad till 5,24%.

3.2.3 Skattesatser i beräkningar

Då de bolag vi undersöker har sin huvudsakliga verksamhet i Sverige kommer svensk bolagsskatt att tillämpas i beräkningar. Den har sett ut på följande vis under undersökningsperioden (Ekonomifakta, 2016).

Tabell 2 Skattesatser i Sverige

Bolagsskatt	
2006–2008	28,0%
2009–2012	26,3%
2013–2015	22,0%

3.3 Obligationer

En obligation är ett finansiellt verktyg som under en bestämd tid ger ett bestämt belopp till investeraren. Årliga utbetalningar brukar kallas kupong och obligationer med sådana kallas därför kupongobligation. En obligation utan årliga utbetalningar men med fastställd slutbetalning kallas därför nollkupong-obligation. En vanlig ”nollkupongare” är statsobligationer som ges ut av staten för att finansiera statens lånebehov (Riksbanken, 2015). Obligationer finns till exempel som säkerställda och icke-säkerställda. I de säkerställda obligationerna finns det vanligtvis en pant och i de icke-säkerställda obligationerna är förtroende för att emittenten kan leva upp till sina åtaganden av stor vikt. En obligation med löptid om 10 år och årliga utbetalningar kommer ge dels årliga utbetalningar i form av ränta och obligationens nominella belopp på förfallodagen (Geltner, miller mfl. 2006).

3.3.1 Säkerställda obligationer

Bakgrund

Marknaden för bostadslån och bostadsobligationer gick i början av 2000-talet igenom en förändring där integrationen och konkurrensen ökade. Till följd av denna förändring ville regeringen (Finansdepartementet, 2003) ge svenska institut mer EU-liknande konkurrensmöjligheter genom att införa en ny lag om utgivning av säkerställda obligationer.

Banker och kreditmarknadsföretag verksamma i Sverige ska kunna ansöka om tillstånd hos finansinspektionen för att bedriva verksamhet med säkerställda obligationer. Ett företag som emitterar säkerställda obligationer benämns emittentinstitut. Dessa institut ska från sina tillgångar särskilja en så kallad säkerhetsmassa som överstiger det nominella värdet av de säkerställda obligationerna som utställts. Säkerhetsmassan ska i första hand bestå av krediter av god kvalitet. Krediter kan till exempel bestå av inteckning i fast egendom med bostadsändamål, jordbruksändamål eller kommersiella ändamål. Krediterna ska vara utställda inom EES vilket är omfattar medlemsländerna i EU samt Island, Norge och Schweiz.

Hypoteksobligationsmarknaden

Inom EU står Tyskland, Danmark och Sverige för ca 90 procent av fastighetsfinansiering via hypoteksobligationer. I Danmark och Sverige som står för cirka 29 respektive 15 procent är bostadsobligationer den dominerande formen av obligationer. I Tyskland utgörs marknaden av dels obligationer för fastighetsfinansiering men också en större marknad för obligationer för finansiering

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

av offentliga verksamheter. De tyska instrumenten är bland de ledande kapitalinstrumenten inom EU men trots det utgör de knappt 20 procent av den tyska fastighetsfinansieringen. Placerare på hypoteksmarknaden är vanligtvis institutionella investerare såsom försäkringsbolag, fonder och banker. Sverige är den marknad som har högst andel utländskt ägande och nivån ligger omkring 20 procent. Marknaderna för hypoteksobligationer har i Danmark och Tyskland vuxit fram tillsammans med särskild lagstiftning som omger obligationerna. Regleringen vilar på tre ben som kan benämnas säkerhetsmassa, förmånsrätt och tillsyn. Säkerhetsmassan betyder att de upplånade medlen kopplas till en bestämd tillgång, som minst motsvarar de upplånade medlen, i emittentens tillgångsmassa under hela löptiden. Obligationsägarna äger vidare också prioritet till sin del i tillgångsmassan vid en eventuell konkurs. Det sista benet innebär att institut som emitterar säkerställda obligationer står under särskild offentlig tillsyn. Ur den särbehandlade ställning som säkerställda obligationer har tillerkänts med lagstiftningen anses placeringar i säkerställda obligationer som säkra. Även på en central nivå har Europeiska centralbanken klassificerat säkerställda obligationer som god säkerhet vid upplåning (Finansdepartementet, 2003).

Kreditrating

För en väl fungerande hypoteksmarknad är välkända kreditvärderingsföretag en central part. Kreditbedömningar av emittentinstitut sker utifrån ett gränsöverskridande ramverk på institutets egna meriter. Institutets totala situation värderas och därför är även verksamheten utanför den säkerställda obligationsverksamheten viktig för kreditvärderingen.

Kreditvärdering av säkerställda obligationer sker enligt kreditvärderingsföretaget Moody's med fundamentalanalys i två steg. I det första steget i värderingen värderas faktorer som institutets självständighet eller huruvida institutet är del i en koncern, smittorisk vid en eventuell konkurs inom koncernen och om institutet har en tydlig legal separation av verksamheterna. I det andra steget värderas de särskilda egenskaperna som karakteriserar en säkerställd obligation. Vad säkerhetsmassan består av, vilken förmånsrätt har obligationsinnehavarna vid en eventuell konkurs, olika regler kring belåningsgrader och värdering kan skilja sig mellan länder och det är faktorer som bedöms. Vidare tar även kreditvärderingsföretag hänsyn till utveckling på den för obligationen lokala marknaden och möjligheterna för obligationsinnehavarens intressen att tillgodose (Finansdepartementet, 2003).

Kapitaltäckningskrav

Kapitaltäckning är ett sätt att bedöma kapitalstyrkan i finansiella institut, likt soliditet är ett mått på finansiell stabilitet för företag i allmänhet. Regler om kapitaltäckningskrav finns i direktivet ”*Banker och värdepappersföretag - tillsyn*” (dir. 2013/37/EU). Ett kreditinstitut måste ha en relation mellan sitt egna kapital och den totala mängden tillgångar. Denna relation varierar med risken i institutets tillgångar. Risken är uppdelad i två delar, en kreditrisk samt en marknadsrisk. Kreditrisk är den risk som bedöms föreligga då en motpart inte kan fullfölja sina åtaganden gentemot fordringsägarna och marknadsrisk är en risk där institutet öppnat en position för att kortsiktigt göra en vinst eller ”hedga” en tillgång.

Tillgångarna i ett kreditinstituts balansräkning riskbedöms och tilldelas en av följande vikter, 0 (låg risk), 20 (låg/medelrisk), 50 (medelrisk) eller 100 (högrisk) procent. Det bokförda värdet av tillgången multipliceras sedan med sin riskkategori och resultatet blir då en riskviktad tillgång. Institutet måste hålla en kapitalbas som motsvarar minst 8 procent av de riskviktade tillgångarnas värde (Finansdepartementet, 2003).

ECB:s regler om godkända säkerheter

Inom den europeiska monetära unionen och inom det europeiska centralbankssystemet har det utarbetats ett ramverk för olika säkerhetsklasser. Tier one är den högst klassade säkerheten och den godtas utan prövning av alla centralbanker inom EMU. Tier two är ett nationellt instrument som godkänns av varje lands centralbank. Säkerställda obligationer klassas som tier one säkerheter förutsatt att de är denominerade i Euro (Finansdepartementet, 2003).

Motiv för införandet av en svensk lagreglering

Det enskilt starkaste motivet är att öppna upp finansieringsmarknaden för en bredare gränsöverskridande konkurrens. Remissinstanser ifrågasätter i propositionen (2002/03:107) i första hand en möjlig fördyring av lånefinansiering för bostadsägare men anser att den ökade konkurrensen är viktig och värd att prioritera.

I samband med att euron blev en gemensam valuta för delar av EU så fick företagsobligationer en stark tillväxt. Denna tillväxt saknades dock för finansiering av bostäder då detta främst har riktat sig mot privatpersoner. Den säkerställda obligationen blir således en enklare produkt att sälja in till investerare och ger i förlängningen förhoppningsvis lägre lånekostnader.

Detta i kombination med en bättre kreditrating ger investerare, svenska som utländska, bättre möjligheter att diversifiera sina portföljer genom att investera i de säkerställda obligationerna.

Det av remissinstanserna nämnda problemet (prop. 2002/03:107) med en risk för dyrare lånefinansiering är befogat. Internationella erfarenheter har dock visat att med en större säkerställd kreditverksamhet ger instituten en bättre kreditrating vilket i sin tur ger möjlighet för instituten att pressa priset för upplåningen. Genom regleringen ges hela instituten en tydligare stabilitet och tillsynen av verksamheten förbättras vilket bör leda till lägre upplåningskostnader. Detta bedöms ge en effekt för kunderna i deras verksamhet som finansieras med så kallade bottenlån inom den säkerställda obligationen i form av lägre räntor medan den toppfinansierade delen kan bli något dyrare. Denna uppdelning gör att en mer individualiserad och riskanpassad prissättning kan tillämpas och på så sätt gynna kunden och den finansiella stabiliteten.

Förslagen väntas enligt propositionen (prop. 2002/03:107) ge en ökad internationell konkurrens till den oligopol-liknande marknad som råder. Det är ett antal stora banker som har hypoteksinstitut som del i sin verksamhet för bolån. Den enda egentliga konkurrensen är således staten och en reglering skulle ge fler institut, nationella som internationella, tillträde till den svenska finansieringsmarknaden. Riskpremier och riskinslag på kapitalmarknaden är redan påverkade av en mängd olika faktorer och risken med ett införande av säkerställda obligationer skulle få stor påverkan på detta är liten.

En lagstiftning ger institut som främst är aktiva utanför den stora bolånemarknaden möjligheter att emittera säkerställda obligationer. Detta bör leda till lägre finansieringskostnader utanför bolånemarknaden och öka viljan att bedriva utlåning och placeringsverksamhet i Sverige. Den svenska marknaden för obligationer har visat sig kunna hantera volymförändringar och likviditeten bedöms öka något vid en övergång till säkerställda obligationer (Finansdepartementet, 2003).

3.3.2 Icke-säkerställda obligationer

En Icke-säkerställd obligation är en obligation likt den säkerställda men den saknar pant i fast egendom. Den icke-säkerställda obligationen används ofta av stora svenska bolag med kreditrating som erhålls från kreditratinginstitut. Det är eftersträvansvärt för bolagen att få en så kallad investment grade-rating vilket är den högst rankade gruppen i kreditratingen. Det har blivit vanligare även för mindre företag att emittera icke-säkerställda obligationer och de benämns då ”high-yield bonds” – högavkastande

obligationer. Efter finanskrisen har räntorna generellt sett varit låga på obligationsmarknaden vilket gjort det möjligt för mer riskfyllda obligationsemitterer att ge ut obligationer relativt billigt. Detta i kombination med att investerare söker avkastning har gjort att efterfrågan ökat på även de mer riskfyllda obligationerna (Riksbanken, 2014).

Fastighetsbolag ingår i kategorin icke-finansiella företag och när de emitterar obligationer är det genom ett på förhand bestämt avtal med en eller flera banker. Företagen kan även befinna sig på en mer privat marknad och göra så kallade private-placements. En private-placement är en emission som riktar sig till en utvald investerargrupp där obligationen i sin helhet placeras hos denna investerargrupp. Obligationer som placeras genom en private-placement är ofta fördelaktiga för investeraren då något av en beroendeställning kan uppstå (Riksbanken, 2015).

3.3.3 Prissättning

När obligationer prissätts utgår marknaden ofta från statsobligationen då den anses vara den mest likvida obligationen på marknaden samtidigt som den har lägst kreditrisk. Räntan på säkerställda och icke-säkerställda obligationer är generellt sett högre än den på statsobligationer på grund att de är förenade med högre risk. Den säkerställda obligationen har säkerhet i en bakomliggande säkerhetsmassa vilket innebär att den inte är förknippad med kreditrisk jämfört med den icke-säkerställda obligationen.

Både icke-säkerställda och säkerställda obligationer är utsatta för likviditetsrisk. Det innebär att vid en eventuell sättning i marknaden kommer likviditeten på marknaden för vissa obligationer att minska drastiskt och därför är denna risk en viktig aspekt att ta hänsyn till vid prissättning av obligationer (Jesper Cederholm, 2016).

Den senaste tiden har det skrivits om negativa räntor på finansmarknaden. Detta är egentligen ingen nyhet på finansmarknaden och det upplevdes bland annat i Schweiz under 1970-talet (Olsson, 2015). En investerare som köper en obligation kan göra det av olika anledningar. Oro för finansiell turbulens kan vara en anledning att investerare köper möjlighet till en säker liten negativ avkastning istället för att ta större risk i andra placeringar (Riksbanken, 2015). En annan anledning kan vara att placera enligt regelverk tvingas placera i tillgångar som har ett visst kreditbetyg, oavsett om tillgången har en negativ eller positiv avkastning. Att investera i negativ ränta betyder inte omedelbart en negativ avkastning. Om räntorna på marknaden går ner ytterligare kommer priset på den obligation som köpts att gå upp då den anses attraktivare med

sin mindre negativa avkastning relativt till låneräntor och investeraren kan på så vis ha en positiv avkastning på investeringen (Riksbanken, 2015).

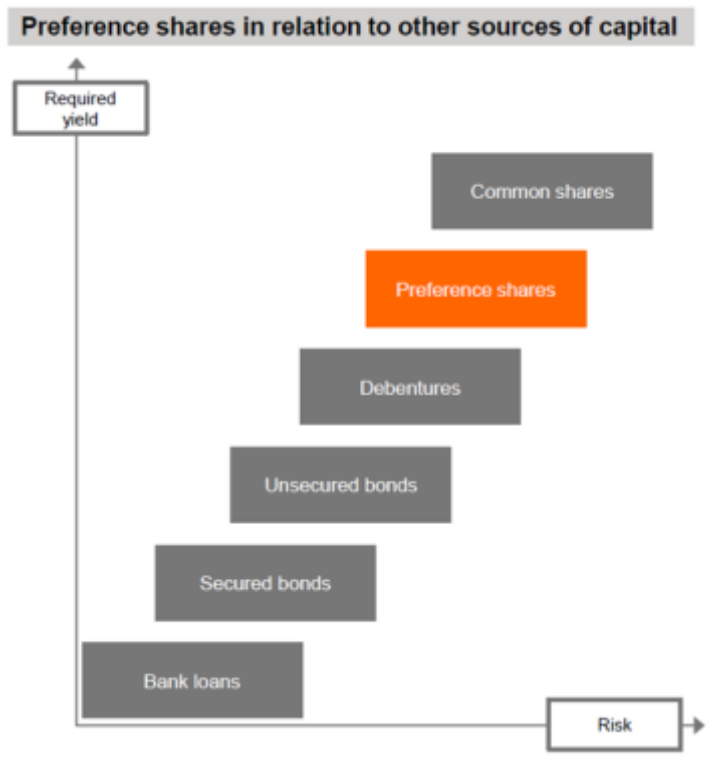
3.3.4 Rating

För att skapa transparens på kapitalmarknaden används klassificeringar vilka bedömer kreditkvaliteten hos med bolag kopplade individuella finansiella instrument. Dessa instrument kan till exempel vara icke-säkerställda samt säkerställda obligationer, konvertibler och derivat. Bedömningen tar hänsyn vilken valuta utgivaren av instrumentet verkar i vilket gör exponering mot utländska marknader enklare (Standard & Poor's, 2016).

Klassificeringen är ett hjälpmedel för att bestämma rätt prissättning för en viss nivå av risk. I Moody's ratingsystem sker rankingen utefter förväntad förlust, eller kreditvärde vilket speglar framtida risk. Det innebär bedömning av utgivarens betalningsförmåga, betalningsvilja samt instrumentets natur och skydd (Moody's, 2016)

3.4 Preferensaktier

Preferensaktier innefattas i begreppet aktier men skiljer sig från vanliga stamaktier. Precis som stamaktier ingår de i bolagets egna kapital vilket innebär att de stärker nyckeltalen hos bolag. På Nasdaq Stockholm finns 9 bolag med preferensaktier varav 6 av dem är fastighetsbolag (Swedbank, 2016).



Figur 3 Rangordning av externt kapital

Preferensaktier är av säkrare natur än vanliga aktier då de har förtur gällande utdelning men även om företaget skulle gå i konkurs. Figur 3 visar preferensaktiers ställning kontra vanliga aktier och obligationer gällande risk och direktavkastning. På grund av att preferensaktierna prioriteras gentemot stamaktier är risken lägre och lägre avkastning krävs (Swedbank, 2016). Debentures i figuren är en obligation med kort löptid utan underliggande säkerhetsmassa. Det kan liknas vid företagscertifikat (Riksbanken, 2017). Jämfört med obligationer anses risken vara större då preferensaktier har en mer volatil kurs och utdelningsrisk, vilket innebär att högre avkastning krävs. En viktig skillnad instrumenten emellan är att bolagsskatt utgår för utdelning från preferensaktierna samtidigt som räntan förknippad med skuldkapital är avdragsgill. Företag med låga skattekostnader gynnas av preferensaktier då utdelningar sker efter skatt vilket samtidigt innebär att nettoinkomsterna för företaget

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

inte påverkas. Jämfört med vanliga aktier brukar preferensaktier innebära lägre rösträtt. På så vis får företaget friskt kapital utan att dela med sig av för stor andel rösträtter. Preferensaktier är relativt billigt eget kapital och leder därav till lägre WACC (Swedbank, 2016).

Preferensaktier är del av ett bolags egna kapital men det diskuteras om det inte i själva verket är en skuld liknande obligationer, på grund av dess olika specifika karaktärsdrag (Westerfield & Jaffe, 2003). Aktierna kan bli hanterade som räntebärande skuld och återkommande finansiering. Utdelningen är förutbestämd och ger därför inte rätt för innehavaren att ta del av företagets vinster (Swedbank, 2016).

Marknaden prissätter preferensaktier beroende på t.ex. ett företags betalningsförmåga, alternativavkastning och inlösenbeloppet knutet till aktien. Vid detta belopp har företaget inlösenrätt vilket t.ex. Oscar Properties nyttjat vid ett tillfälle då preferensaktien handlades till premie.

Aktierna kan anses utgöra en stabil bas i en portfölj på grund av deras förtur gentemot vanliga aktier samt preferensaktiers tendens att vara relativt stabila under oroliga tider på marknaden. Preferensaktiers karaktärsdrag gör dem till ett substitut till obligationer fast med högre risk och utdelning (Swedbank, 2016).

Preferensaktier idag

År 2006 återintroducerades preferensaktier av Sagax på den svenska finansmarknaden efter att länge varit ett outnyttjat instrument. I dagsläget har som tidigare nämnt nio bolag emitterat preferensaktier varav 6 av dem är fastighetsbolag. I augusti 2015 uppgick preferensaktierna på den svenska marknaden till 29 miljarder kronor. Den genomsnittliga avkastningen på aktierna inom samtliga sektorer i Sverige är 7,9 % samtidigt som avkastningen inom fastighetssektorn har ett genomsnitt på drygt 6 %. Anledningen till att instrumentet blivit så populärt bland just fastighetsbolag är att kostnaden för att ge ut dem lätt kan ställas mot avkastningen förknippade med fastigheter (Euromerger, 2015).

3.5 Övergripande riskbedömning i fastighetsbolag

Med utgångspunkt i Johansson & Runstens (2005) teori om risk gör vi en ansats att beskriva och belysa de olika riskmoment som berör fastighetsbolag. Johansson & Runstens modell utgår från affärsrisk och finansiell risk och de kommer att delas upp i beståndsdelar för att belysa dess inverkan på den totala risken.

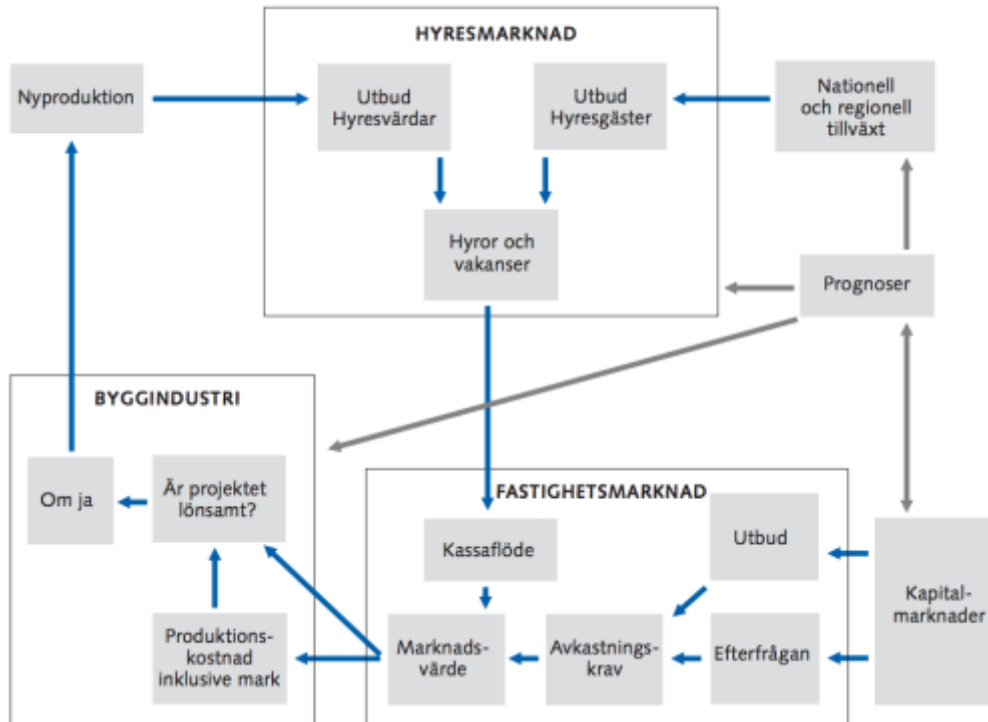
Affärsrisken består av flertalet riskmoment. En viktig aspekt i fastighetsbolagens verksamhet är beståndet och där återspeglas ofta fastighetsbolagens strategi. Det finns fastighetsbolag som enbart investerar i kommersiella fastigheter i storstadsregionerna sedan finns det fastighetsbolag som har ett varierat bestånd, både när det kommer till geografisk diversifiering men också fastighetstyper. Tillväxten på orten är i den geografiska bedömningen en viktig parameter men självklart kan en bostadsfastighet i en mindre ort vara en långsiktigt säkrare investering än en nischfastighet i en tillväxtort och därmed bidra med mindre affärsrisk.

Den andra delen är likt den första en analys av marknadens direktavkastningskrav för de olika fastighetstyperna. För att ge en rättvis bild av den förväntade risken så kan direktavkastningen justeras med den riskfria räntan, då det är mellanskillnaden som är riskpremien för att äga den specifika fastighetstypen.

Den finansiella risken i ett fastighetsbolag återspeglas i företagets skuldsättningsgrad och företagets möjligheter att fullfölja sina åtaganden gentemot långgivare och andra fordringsägare. Mått som speglar bolagets finansiella risk är soliditet och skuldsättningsgrad i förhållande till bolagets räntetäckningsgrad. En hög räntetäckningsgrad beror även på den tidigare nämnda effektiviteten i förvaltningsorganisationen då den beräknas utifrån rörelseresultatet.

Den finansiella risken belyser vi bland annat med hjälp av formeln för finansiell risk från kapitel 2.6.3. Det innebär att risken beräknas som skillnaden mellan spridningen i bolagets totala avkastning och dess genomsnittliga skuldränta multiplicerat med skuldsättningsgraden. Utöver det belyser vi risken med nyckeltasmatrisen i kapitel 2.6.3 och räntemarginalen.

3.6 Fastighetsmarknaden



Figur 4 Schematisk bild över fastighetsmarknadens komponenter

(Geltner mfl, 2007)

Figur 4 synliggör hur fastighetsmarknaden, något förenklat, kan fungera. Den är, liksom andra marknader, beroende av ett flertal olika delmarknader och kan på så vis ses som en vanlig marknad där köpare och säljare möts för att utbyta varor eller tjänster. Fastighetsmarknaden brukar vanligtvis delas in i två delar, en kommersiell fastighetsmarknad och en privat bostadsmarknad (Riksbanken, 2006). Privatbostäder ses som en marknad där nyttjanderätten att bo i en bostad är den primära handelsvaran och den kommersiella fastighetsmarknaden är istället avkastningen som en fastighet kan leverera för investerare.

Fastighetsmarknaden professionaliserades under 1970- och 1980-talen och hade då hög tillväxt. Tillväxten skapades genom att det gamla sättet att bedriva fastighetsverksamhet på, den så kallade ”byggmästartraditionen”, att bygga, äga, förvalta och bruka luckrades upp och ett mer finansiellt synsätt på fastighetsägandet tog form. Detta resulterade i att brukaren och ägaren skildes allt mer åt och att en professionell hyresmarknad växte fram med fastighetskonsulter specialiserade på de olika delarna i fastighetens cykel. Marknaden för den kommersiella fastigheten var

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

under 1970-talet betraktad som spekulatio n och har med tiden allt mer setts som en legitim handelsvara (Riksbanken, 2011).

Den kommersiella marknaden som i huvudsak består av fastigheter för butiker, kontor, industri och hotell är det som kallas investerarmarknaden för fastigheter. Detta utgör värdemässigt ungefär en tredjedel av den totala fastighetsmarknaden i Sverige (Lind & Lundström, 2009).

Den svenska hyresmarknaden har en egen uppbyggnad där hyreskontraktet är en totalhyra och hyresvärden tillhandahåller på så vis hela kedjan av tjänster och kapital. Hyresvärden står för insats, i form av fastigheten, men har också hand om drift- och underhållskostnader som är förknippade med fastigheten. Denna struktur är olika på olika marknader och i till exempel Storbritannien står istället hyresgästen för drift- och underhållskostnader och hyresvärden står enbart för kapitalinsatsen, fastigheten. Den svenska marknaden är unik i sitt slag att den i princip är standardiserad i utformningen av hyreskontrakt, undantaget köpcentrum och hotell. Sveriges fastighetsägare har tagit fram en standardiserad modell på kontrakt för merparten av de hyreskontrakt som tecknas i Sverige. Hyresnivåerna regleras ofta med en koppling till inflationen men det har blivit vanligare att hyresregleringar nu istället kopplas till korta räntor, då inflationen varit väldigt låg under en lång tid (Riksbanken, 2011)

Fastighetsmarknaden brukar i likhet med andra traditionella marknadsplatser tilldelas ett antal särdrag som gör marknaden unik, nedan görs en ansats att presentera 7 särdrag som präglar fastighetsmarknaden och bidrar till en ofta långsiktig och trögrörlig marknad.

Varje fastighet är unik

En fastighet är unik i sitt slag och det finns bara en av varje vara på marknaden vilket innebär att varje fastighet har sitt användningsområde och sina egenskaper. Olika användningsområden kan vara till exempel butikslokaler, kontor eller industrifastigheter. De egenskaper som är specifika för fastigheter är belägenhet, konstruktion, hyresgäster, förvaltning, anläggningar och andra tillbehör (Geltner, Miller m.fl., 2007).

Fastighetens läge

"Fast egendom är jord. "1 § Fast egendom är jord. Denna är indelad i fastigheter. En fastighet avgränsas antingen horisontellt eller både horisontellt och vertikalt. Om fastighetsbildning finns särskilda bestämmelser." JB 1:1

Fastighetens läge är en av de unika faktorerna som råder på fastighetsmarknaden. Fastighetens närområde kan inverka både positivt och negativt på fastighetens attraktivitet. Typiskt positiva externa effekter ses som närhet till goda kommunikationer, grönområden och service medan negativa effekter kan vara buller och andra föroreningar.

Begränsat utbud

Med grund i JB 1:1 ovan gäller att fastigheter är unika i sitt slag och därför är också utbudet begränsat. En fastighet har en användning och utbudet av en fastighet begränsas vanligtvis på sin delmarknad av ett antal lägesbestämda fastigheter. Om efterfrågan går upp i ett område är det inte säkert att det finns en tillgänglig fastighet att mätta behovet med och det går heller inte att drastiskt ändra utbudet då det är en tidskrävande process. Det begränsade utbudet kan visa sig i en prisskillnad för en fastighetstyp eller ett område. Till skillnad från en traditionell marknad kan inte fastigheter omlokaliseras för att maximera avkastning.

Samhällsstyrt

Det finns ett utöver jordabalken digert regelverk vilket rör fastigheter som fastighetsägarna själva inte direkt kan påverka. I Sverige har vi till exempel även Fastighetsbildningslagen, Miljöbalken och Plan- och Bygglagen som direkt och indirekt påverkar fastighetsmarknaden i olika utsträckning.

Kapitalintensivt

Fastighetsmarknaden är en kapitalintensiv marknad och det krävs ofta stora kapitalinsatser vid investeringar i fastigheter och då i synnerhet kommersiella fastigheter. Detta gör att inträdesbarriärerna på fastighetsmarknaden ofta anses vara höga. För redan etablerade fastighetsbolag kan det visa sig i en svårighet till en väl diversifierad portfölj. För att få exponering mot marknaden kan en investerare istället välja att köpa andelar i fastighetsfonder eller aktier i börsnoterade fastighetsbolag.

Informationsbrist

Allmänt brukar det sägas att det finns två typer av marknader. En privat marknad, där fastighetsmarknaden ingår, och en publik marknad där till exempel olika aktiebörser räknas in. Fastighetsmarknaden är, till följd av att den anses vara en privat marknad, drabbad av en eftersläpning i informationstillgängligheten i jämförelse med aktiemarknaden. På en publik marknad likt aktiemarknaden presenteras information om priser och händelser i realtid och är direkt tillgängliga för marknaden (Geltner, Miller m.fl., 2007).

Långsiktighet

Fastigheter i sin natur är komplexa och långsiktiga tillgångar. En fastighetstransaktion tar ofta mycket lång tid då det krävs att en köpare och säljare kommer överens om en affär, ofta utifrån bristfällig information. Fastighetstransaktioner är generellt förknippade med höga transaktionskostnader då det tar lång tid och mycket arbete för de inblandade parterna att komma överens och skapa sig en bild av affären. Detta tenderar att bidra till att det genomförs affärer på den privata marknaden mer sällan och på så sätt blir en fastighetsaffär ofta en långsiktig affär (Geltner, Miller m.fl., 2007).

3.7 Finanskrisen

Utsikterna såg på ytan goda ut före 2007 i Sverige gällande finansmarknaden med tillväxt och inflation som utvecklades positivt på önskat och kontrollerat sätt. Det fanns inga makroekonomiska indikatorer på att läget var labilt och banksystemet var för tillfället stabilt. Samtidigt steg bostadspriserna kraftigt och som följd av det även bolåneskulderna. I banksystemet fanns en växande löptids- och valutaobalans och nivån för handelsöverskottet låg ohållbart högt. Under hösten 2008 drabbades Sverige hårt och BNP-nivån sjönk med 6 % vilken åren innan stigit med i genomsnitt 3,5 % per år (Goodfriend & King, 2016).

I september 2008 gick investmentbanken Lehmann Brothers i konkurs vilket utvecklades från en nationell kris på den amerikanska bolånemarknaden till att sprida sig på den globala marknaden. Tillgångspriserna föll samtidigt som det fanns stora problem att få tillgång till krediter vilket grundade sig i misstro och osäkerhet i frågan om kreditvärdighet (Riksbanken, 2012).

3.8 Regelverk och EU-direktiv

Efter finanskrisen har direktiv utformats och implementerats för att på ett strukturerat och enhetligt sätt hantera systemiska risker.

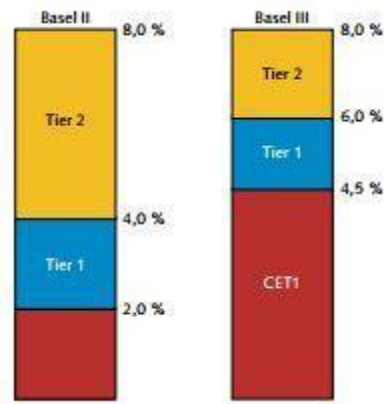
3.8.1 Basel III

Under den senaste finanskrisen har det visat sig att riskerna i banksektorn underskattats av det då gällande regelverket Basel II. De gamla reglerna tog till exempel inte tillräcklig hänsyn till bankernas kapitalbuffertar som utsattes för hög påfrestning under krisen. Skuldsättningen i förhållande till risken var för hög och beroendet banker emellan var så pass stort att när problemet började hos en bank spred det sig vidare och blev i slutändan ett systemproblem. Bankerna var under tiden fram till finanskrisen kreativa med att skapa nya och komplicerade instrument. Det resulterade i att risken i dessa instrument var svårbedömd och inte ens bankerna, tillsynsmyndigheter och marknadsaktörerna kunde bedöma den (Niemeyer, 2016).

År 2010 antogs ett nytt regelverk som namngavs Basel III. Detta regelverk är till för att öka kvaliteten och kvantiteten i bankernas kapital i förhållande till dess riskvägda tillgångar, fånga upp riskerna som det tidigare regelverket missat och att generellt minska systemriskerna. Regelverket ska också främja en finansiell stabilitet genom ökade kapitalbuffertar, begränsa för stor exponering mot ett fåtal aktörer samt förbättra strukturen, i form av löptidsmatchning, för bankernas tillgångar och skulder (Niemeyer, 2016).

Kravet på ett ökat och högre kvalitativt kapital innebär att banker behöver ha en högre andel eget kapital i sin balansräkning. Kapitalet delas in i tre kategorier, kärnprimärkapital (CET1), annat primärkapital (tier 1) och supplementärkapital (tier 2). Kärnprimärkapital består till stor del av aktiekapital och tidigare vinster i rörelsen och det är detta kapital som har högst kvalitet.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden



Figur 5 Förändringen i kapitalregler mellan Basel II och Basel III

(Niemeyer, 2016)

I figur 5 illustreras förändringen av kapitalkravet i Basel II gentemot Basel III. Den största förändringen är att kravet på kärnprimärkapital (CET 1) höjs från 2 % i Basel II till 4,5% i Basel III (Niemeyer, 2016). I rapporten, ” *Bankernas räntor och utlåning* ” (Finansinspektionen (FI), 2013), anger företag att de upplever det svårare än normalt att finansiera sig via traditionella banklån. Vidare konstateras det däremot att det är svårt att avgöra om den mer restriktiva kreditgivningen är en följd av de införda bankregleringarna eller om det beror på ett generellt sätt sämre konjunkturläge.

Vidare skriver FI att de totala emissionsvolymerna av alternativ finansiering, i form av företagsobligationer har ökat. I rapporten ” *Bankernas räntor och utlåning* ” (FI, 2013), anger företagen att banklån fortfarande är den vanligaste finansieringsformen men de uppger samtidigt att de söker kapitalmarknadsfinansiering i allt större utsträckning. Anledningen till detta sägs vara dels strategisk då man eftersträvar en mer diversifierad kapitalstruktur men också att bankfinansiering anses ha blivit dyrare efter finanskrisen (FI, 2013).

3.8.2 Basel IV

Officiellt sett är Basel IV till för att komplettera Basel III. Enligt Basel-kommittén är Basel III ingen slutlig produkt utan är istället under ständig utveckling vilket erbjuder möjlighet att stabilisera systemet allt eftersom förståelsen av dess grundpelare ökar.

Det finns inga helt klara och beprövade metoder för att hantera idiosynkratisk och systematisk risk vilket inneburit kritik mot Basel III. Vilka förändringar som Basel IV

kommer att innebära är ännu inte klart men det går att utläsa ur kritiken av Basel III vad som troligtvis kommer att behandlas (Harvard, 2016).

Tillskott

För att få en stabilare marknad genom minimering av systematisk risk kommer troligtvis kapitalkraven på bankerna att bli allt striktare. Detta genom att implementera krav på kapitalbuffertar och därigenom kapacitet att absorbera förluster. Hur uträkningarna av kapitalkraven räknas ut har även varit uppe för diskussion då de i dagsläget är för komplexa och sker enligt olika modeller. Samma gäller för uträkning av idiosynkratiska risken och vilket leder till missvisande jämförelsematerial av bankerna (Harvard, 2016). Metoder borde således vara standardiserade för att belysa ett så homogent resultat som möjligt. För standardiseringen av idiosynkratisk risk kommer en metod kallad Standard Measurement Approach (SMA) att introduceras. Riskhanteringen blir därmed mer övergriplig och hanterbar. Liknande ändringar krävs även för klassificering av värdepapper där metoderna i dagsläget är alltför komplexa.

Efter de stora nationalspecifika finansiella problemen under skuldskrisen i Grekland, Irland, Portugal, Spanien och Italien har kritik framförts mot undantaget gällande att inte riskklassificera statsobligationer. I dagsläget är det svårt att avgöra specifikt hur det ska ändras men det är klart att riskundantagna statsobligationer medför stora osäkerheter (Harvard, 2016)

För att minska systemisk risk med icke-diversifierade portföljer hos banker kan en gräns för att reglera stora enskilda innehavs storlek arbetas fram. På så vis reduceras risken då känsligheten för särskilda rörelser på marknaden minskas. Förslag finns om att införa en minimumnivå på 15 % beträffande mängden statsobligationer som ska finnas i en portfölj, samtidigt som reinvestering alltid måste ske av statsobligationer då sådana säljs. (PWC, 2017).

Ett antal macrostabiliserande åtgärder kommer troligtvis implementeras för att komplettera de kontra-cykliska åtgärder som presenterades under Basel III. De skulle kunna innebära tilläggsavgifter på ökad exponering samt olika fastighetsverktyg såsom begränsningar av belåningsgrad och skuldsättningsgrad (Harvard, 2016).

3.8.3 Finansiell stabilitet

Andelen lån hos svenska banker till icke-finansiella företag, som sker med fastigheter som säkerhet, uppgår idag till 40%. Detta leder till att de svenska bankerna är direkt

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

påverkade av utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden. Den kommersiella fastighetsmarknaden har under den senaste tiden gynnats av det låga ränteläget. Det har resulterat i låga finansieringskostnader och sjunkande direktavkastningskrav i kombination med hög efterfrågan på lokaler som genererat höga hyror. Dessa faktorer har drivit prisutvecklingen på kommersiella fastigheter till nivåer som marknaden upplevde före finanskrisen 2007 (Riksbanken, 2016).

De låga direktavkastningskraven kan anses vara en riskfaktor men till skillnad från fastighetskrisen under början av 90-talet så är direktavkastningen i förhållande till den riskfria räntan god (Riksbanken, 2016). Det finns en oro på den finansiella marknaden för ett prisfall på kommersiella fastigheter om räntorna snabbt skulle börja stiga. Detta på grund av att fastighetsbolagen, enligt vissa aktörer, har en högre belåningsgrad än tidigare och på så vis är känsligare för ränteförändringar. Detta anses kunna leda till ökade kreditförluster (Riksbanken, 2016).

4 Företagspresentationer

I detta avsnitt presenteras de undersökta och intervjuade fastighetsbolagen kort.

4.1 Balder

I detta avsnitt presenteras Balder kortfattat som bolag ur aspekterna ägande, historia och affärsstrategi.

4.1.1 Ägande

Balder har ett starkt ägande i form av Erik Selin fastigheter AB och Arvid Svensson invest AB. Vid noteringen 2006 kontrollerade de 74,3 procent av kapitalet samt 87,5 procent av rösterna med Erik Selin fastigheter AB som majoritetsägare med 50,3 procent av kapitalet och 62,5 procent av rösterna.

Till dags dato kontrolleras bolaget fortfarande till stor del av Erik Selin med bolag. Idag har hans ägande reducerats något till 35,9 av kapitalet och 62,5 procent av rösterna. Arvid Svensson invest AB äger idag 9 procent av kapitalet och 15,1 procent av rösterna. Detta sammantaget indikerar på ett starkt och långsiktigt ägande i dessa två. Erik Selin är även verkställande direktör och ger med sitt stora ägande ett trovärdigt och långsiktigt perspektiv.

4.1.2 Historia

Balder börsnoterades genom en så kallad omvänd börsnotering genom Enlight AB. En omvänd börsnotering går till på så sätt att det börsnoterade bolaget flyttar sin huvudsakliga verksamhet till ett nytt bolag och sedan flyttas den nya verksamheten in i ett nu tomt företag. Under det första brutna räkenskapsåret redovisade Balder ett fastighetsvärde om 2,7 miljarder SEK.

Balder bytte 2006 lista på börsen och handlas sedan dess på Stockholmsbörsen. 2006 är ett transaktionsintensivt år och böckerna stängs vid årsskiftet med en fastighetsportfölj värderad till 7 miljarder SEK. En tidig strategi hos företaget är ett kommersiellt fokus men 2009 sker en förändring då Balder förvärvar en portfölj bestående av 310 hyresfastigheter med bostäder.

För att ytterligare finansiera verksamheten emitterar Balder preferensaktier 2011, vilket till en början uppgick till 4 miljoner preferensaktier. Under åren har det ytterligare emitterats preferensaktier och idag har Balder totalt 10 miljoner preferensaktier.

Tillväxten i Balder har varit stark och fastighetsbeståndet som till en början bestod av fastigheter till ett värde av 2,7 miljarder SEK har vuxit och är idag värderad till cirka 86,2 miljarder SEK (2016). Denna tillväxtresa innebär en årlig genomsnittlig tillväxt om 37 procent eller 3092 procent över Balders tid på börsen (Balder, 2016).

4.1.3 Affärsstrategi

Balders strategi har under tiden på börsen utvecklats med en intakt grundfilosofi. I årsredovisningen från deras första hela år som börsbolag 2006 utläses en grundtanke om att vara nära kunden. Att tillväxten ska ske både genom förvärv men också investeringar i det befintliga beståndet. Strategin genomsyras av långsiktiga kund- och ägarförhållanden.

10 år senare har strategin samma kärnvärden. Balder arbetar idag efter en strategi som präglas av närhet till kunden, korta beslutsvägar, försiktigt och rationellt ledarskap, hög aktivitet i alla verksamheter, fastighetsförvärv där det finns potential för tillväxt och ett långsiktigt ägande för att främja stabila kassaflöden.

Balder har under resans gång behållit sin kärna om att värna kunden och bevisat sig vara långsiktiga. Till detta har ett hållbarhetsfokus implementerats och det stora beståndet genomgår moderniseringar. Med moderniseringarna vill Balder bidra till ett mer hållbart samhälle för både hyresgäst och miljön.

4.2 Castellum

I detta avsnitt presenteras Castellum kortfattat som bolag ur aspekterna ägande, historia och affärsstrategi.

4.2.1 Ägande

Castellum har ett starkt institutionellt ägande. Majoriteten av de större ägarna i Castellum är svenska eller internationella fonder och stiftelser. Castellums största ägare är den internationella kapitalförvaltaren Blackrock fund management som äger

totalt 5 procent av kapitalet i Castellum. Över 50 procent av kapitalet i Castellum kontrolleras av internationella investerare vilket speglar en långsiktig tilltro till bolaget och dess långsiktiga utveckling.

4.2.2 historia

Castellum är ett resultat av finans- och fastighetskrisen som rådde i Sverige under tidigt 1990-tal. Bolaget ägnade sina första 7 år åt att skapa en stabil finansiell situation med en stark balansräkning. Castellum börsnoterades 1997 med en fastighetsportfölj värderad till 10 miljarder SEK. Portföljen har sedan dess vuxit till drygt 70 miljarder SEK (2016). Castellum har haft en årlig genomsnittlig tillväxt om 10,7 procent och en total tillväxt i fastighetsportföljen om 600 procent sedan de noterades. Castellum genomförde 2016 ett stort förvärv då de köpte fastighetsbolaget Norrporten med en portfölj om cirka 26 miljarder SEK. Detta förvärv är inte med i våra beräkningar.

4.2.3 affärsstrategi

Castellum har utvecklat en affärsstrategi som bygger på kommersiella fastigheter med tillväxtpotential. Fastigheterna ska vara belägna i regioner där det råder tillväxt och årligen ska 5 procent av fastighetsportföljens värde investeras i förvärv, avyttringar, nybyggnadsprojekt och renoveringar. Vidare har Castellum ett mål om 10 procent årlig tillväxt i kassaflödet och en stark balansräkning med en låg finansiell risk. Castellums verksamhet är uppdelad i regioner som ska främja en stark närvaro på den lokala marknaden och goda relationer till kunderna (Castellum, 2016).

4.3 Sagax

I detta avsnitt presenteras Sagax kortfattat som bolag ur aspekterna ägande, historia och affärsstrategi.

4.3.1 Ägande

Sagax ägs av David Mindus med bolag som största enskilda ägare med 26 procent av rösterna och 19,6 % av aktiekapitalet. Vid starten 2004 ägdes bolaget till 23 % av Stockholm Realty Management AB vilket grundades av David Mindus. I övrigt äger Familjen Salén med bolag och Rutger Arnhult med bolag drygt 10 procent av rösträtterna vardera.

4.3.2 Historia

Bolaget grundades 2004 genom att Effnet Group AB förvärvade Stockholm Realty vilket bestod av två kommanditbolag med 19 fastigheter samt även förvaltningsbolaget Stockholm Realty Management AB. Ersättning för förvärvet utgjordes av nyemitterade aktier vilka uppgick till 49,4 % av antalet utestående aktier i Effnet Group AB. Samtidigt bestämdes att namnet Effnet Group AB skulle ändras till AB Sagax samt ändra inriktningen på verksamheten till ägande och förvaltning av fastigheter. Teknikrörelsen som fanns kvar överfördes till Effnet Holding AB och ägandet delades ut till aktieägarna. AB Sagax fokus lades på fastighetssegmenten lager- och industrifastigheter. Vid första årets utgång uppgick fastighetsvärdet i bolaget till 1,3 miljarder kronor.

Under 2006 beslutades om emission av preferensaktier vilket tillförde bolaget 171 miljoner kronor och återinförde instrumentet på den svenska marknaden. Åren därpå var förvärvsintensiva samtidigt som förvaltningsresultatet utvecklades positivt. Fastighetsvärdet uppgick vid årets utgång 2016 till 20,63 miljarder SEK. Detta ger en årlig tillväxt på 25,9 procent och en total tillväxt på 1487 procent.

Första större obligationslånet utgavs 2012 och uppgick till 600 miljoner kronor. Nyttjandet av obligationer har sedan dess ökat och uppgår 2015 till 2 272 miljoner kronor.

Vid namn och verksamhetsändring fanns redan bolaget på börsen och hade gjort så sedan 1999. Under 2008 noterades aktierna på OMX Nordiska Börs Stockholm. För att förbättra den finansiella stabiliteten emitterade Sagax 2013 en B-aktie genom fondemission.

4.3.3 Affärsidé

Sagax investerar i kommersiella fastigheter med fokus på industri- och logistikfastigheter och har gjort så sedan bolagets början 2004. Det primära målet för bolaget är att generera hög riskjusterad avkastning till aktieägarna. För att nå detta mål finns ett antal verksamhetsmål som ska uppfyllas vilka är långsiktigt uthållig avkastning samt starka kassaflöden, tillväxt ska ske genom fastighetsförvärv med beaktande av riskjusterad avkastning och tillväxt ska uppnås på det befintliga beståndets kassaflöden (Sagax 2016).

4.4 Wihlborgs

I detta avsnitt presenteras Wihlborgs kortfattat som bolag ur aspekterna ägande, historia och affärsstrategi.

4.4.1 Ägande

Wihlborgs största ägare är den kända svenska fastighetsprofilen Erik Paulsson. Erik Paulsson äger tillsammans med bolag och familj ca 10% av Wihlborgs. I övrigt så utgörs de största ägarna i Wihlborgs av fondbolag, en annan känd finansfamilj i familjen Qviberg, norska oljefonden och ett skånebaserat investmentbolag, Tibia konsult (Wihlborgs, 2017).

4.4.2 Historia

Wihlborgs fastigheter AB bytte år 2005 namn till Fabege AB. Ur det börsnoterade Fabege AB delades fastigheterna i öresundsregionen ut till det nystartade bolaget Wihlborgs fastigheter AB. Detta nystartade bolag noterades sedan på stockholmsbörsen 2005 med ett fastighetsvärde på 8 miljarder SEK. Wihlborgs fastigheter AB påbörjar sin utveckling i öresundsregionen och hade vid utgången av 2016 ett bestånd värderat till 32,8 miljarder SEK. Det innebär en årlig genomsnittlig tillväxt om 13,7 procent och en total tillväxt om 310 procent sedan börsnoteringen. Wihlborgs har investerat i flertalet kända projekt i Skåne som blivit belönade med miljöcertifieringar.

Wihlborgs expanderade 2012 till Danmark där de fortsatt att göra förvärv (Wihlborgs, 2017).

4.4.3 Affärsstrategi

Wihlborgs affärsstrategi kan delas upp i två delar. En del som behandlar den övergripande bolagsstrategin och en finansiell del. I sin övergripande strategi vill Wihlborgs skapa sig en stark marknadsposition i öresundsregionen. De ska agera som en långsiktig hyresvärd och aktivt förbättra och effektivisera sitt fastighetsbestånd samt sina kundrelationer.

Wihlborgs ska finansiellt ge en avkastning som överstiger den riskfria räntan med minst 6 procentenheter. Detta ska ske samtidigt som soliditeten överstiger 30 procent, belåningsgraden ska vara högst 60 procentenheter och att långsiktigt ha en räntetäckningsgrad om minst 2.0. För att uppnå detta ska bolaget aktivt arbeta med att utveckla sin kapitalstruktur och att se över sina skulder och tillgångar (Wihlborgs, 2017).

5 Empiriska resultat

I detta avsnitt presenteras de resultat som vi genom undersökningen har fått fram. De presenteras kort och analyseras vidare i kapitel 6.

5.1 Capital asset pricing model

Capital asset pricing model är en metod för att beräkna avkastningskrav för en tillgång. Denna formel ger oss en viktig delkomponent i beräkningarna för den genomsnittliga kapitalkostnaden, WACC, i företagen.

5.1.1 Bestämning av Beta

Regressionsanalys

Regressionsanalys är en metod för att bestämma samband mellan variabler. En enkel linjär regression undersöker samband hos en oberoende variabel X och en beroende variabel Y (Vejde, 2012).

Systematisk och icke-systematisk risk

Enligt Bhattacharya & Luo (2009) är företag utsatta för systematisk och icke-systematisk risk i förhållande till de finansiella marknaderna. Detta kan undersökas i regressionsanalysen där förklaringsgraden som mäts i variabeln R^2 är ett mått på den del av risken i företaget som är systematisk risk, det vill säga till hur stor del tillgångens volatilitet förklaras av marknaden. Detta mått definierar en tillgångs utsatthet för systematisk risk och är således en icke-diversifierbar risk. För att beräkna den icke-systematiska risken, också kallad företagspecifika risken. Ur den deskriptiva statistiken görs det med sambandet

$$\text{Företagsspecifik risk} = 1 - \text{systemrisk}$$

$$\text{Företagsspecifik risk} = 1 - R^2$$

För att bestämma tillgångens beta-värde har vi valt att använda oss av regressionsanalys av historiska mätdata för tillgången i fråga och ett jämförelseindex. Det jämförelseindex som har valts är OMXS30 då det är det mest frekvent handlade indexet i Sverige och ger en bra bild av marknadsrörelserna. Att valet föll på OMXS30 har för och nackdelar. En klar fördel är att det speglar den svenska

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

marknaden på ett bra sätt och att de undersökta bolagen därmed inte har en påverkan på jämförelseindexet. Indexet består av de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen, viktade efter marknadsvärde, och i dessa 30 finns inte fastighetsbolagen med. Enligt Damodar (u.å) bör ett index väljas som representerar en portfölj som anses vara väldiversifierad spegling av den aktuella marknaden, vilket vi anser OMXS30 är. En nackdel är att det inte innehåller några fastighetsbolag alls.

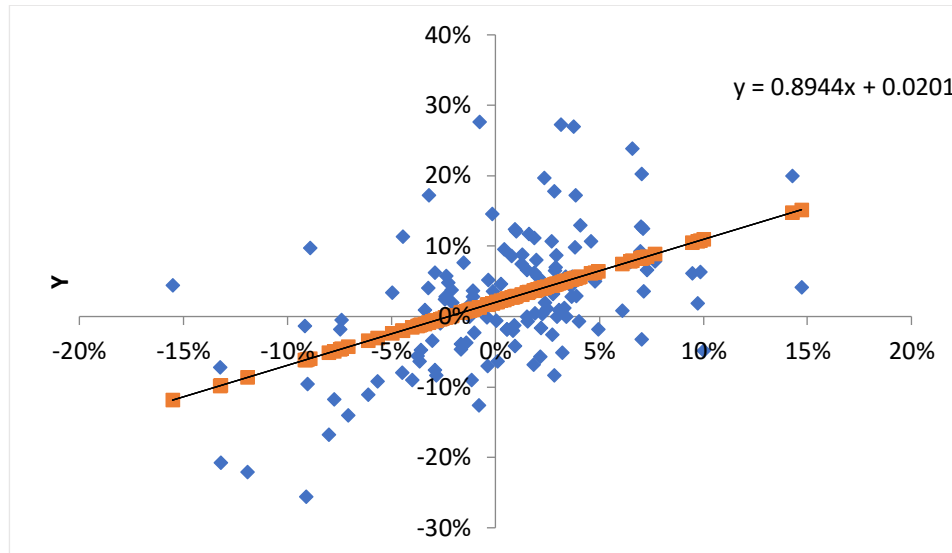
Vi gör därför en avvägning i enighet med Damodar (u.å) av neutralitet av bolagen mot indexet och på så vis mellan ingångsvärdena och jämförelsematerialet. Då uppsatsen har haft fokus på tidsperioden 2006–2015 så har historiska aktie- och jämförelsedata extraherats från detta tidsintervall i största möjliga mån. I beräkningarna har vi använt oss av månadsavkastningar för att på så sätt minimera mängden dagligt brus som kan finnas i en publik marknad likt aktiemarknaden.

I regressionsanalysen har genomgående låga förklaringsgrader erhållits. Generellt sett söker man i regressionsanalys en hög förklaringsgrad för att säkerställa data av hög kvalitet. Att vi har låga förklaringsgrader kan enligt Durnev m.fl (2003) förklaras med en god transparens i fastighetsbolagens intjäningsförmåga och att framtiden är prognostiserbar. Deras studie ” *Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?*” menar att låg förklaringsgrad beror på en förskjutning av risken från systematisk till icke-systematisk risk och att investerarna på så sätt är bättre informerade om den rådande situationen. Till detta ska tilläggas att studien genomgående har erhållit signifikans i datan samt höga t-kvoter vilket ytterligare stärker reliabiliteten i studien.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

BALDER

Regressionsanalysen av historiska data 01/06–12/16 för Fastighets AB Balder gav följande resultat som visas i figur 6.



Figur 6 Regressionsanalys Balder

Tabell 3-4 Regressionskoefficienter och statistik, Balder

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde
Beta	0,894419352	0,13772	6,494467	1,64E-09

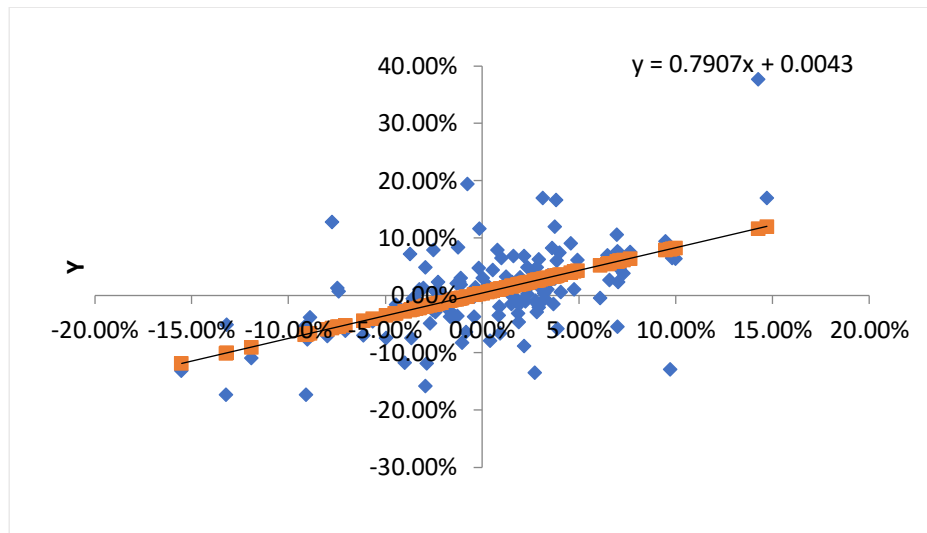
Regressionsstatistik	
Multipel-R	0,496385861
R-kvadrat	0,246398923
Justerad R-kvadrat	0,240557054
Standardfel	0,080307703
Observationer	131

Regressionsanalysen gav ett signifikant samband mellan OMXS30 och Balders aktie. Resultatet visar på signifikans i mätdata och en hög t-kvot. Detta gör att vi är trygga med att använda det kalkylerade betavärdet 0,89 i kommande beräkningar.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

CASTELLUM

Regressionsanalysen av historiska data 01/06–12/16 för Castellum gav följande resultat som visas i figur 7.



Figur 7 Regressionsanalys Castellum

Tabell 5-6 Regressionskoefficienter och statistik Castellum

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde
Beta	0,790674	0,107924	7,326189	2,29E-11

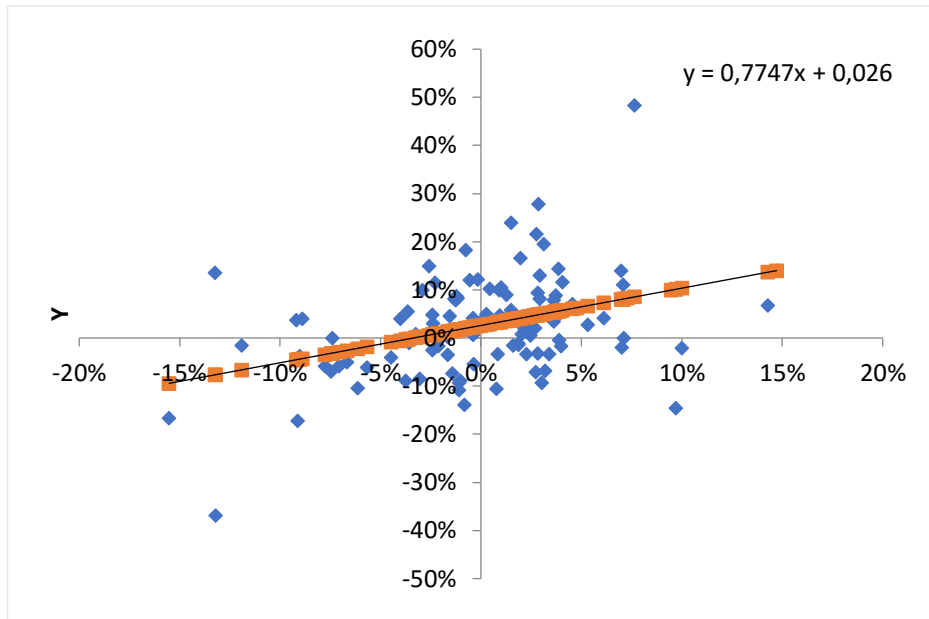
Regressionsstatistik	
Multipel-R	0,542052
R-kvadrat	0,29382
Justerad R-kvadrat	0,288346
Standardfel	0,063082
Observationer	131

Regressionsanalysen gav ett signifikant samband mellan OMXS30 och Castellums aktie. Resultatet visar på signifikans i mätdata och en hög t-kvot. Detta gör att vi är trygga med att använda det kalkylerade betavärdet 0,79 i kommande beräkningar.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

SAGAX

Regressionsanalysen av historiska data 10/07-12/16 för Sagax gav följande resultat som visas i figur 8.



Figur 8 Regressionsanalys Sagax

Tabell 7-8 Regressionskoefficienter och statistik, Sagax

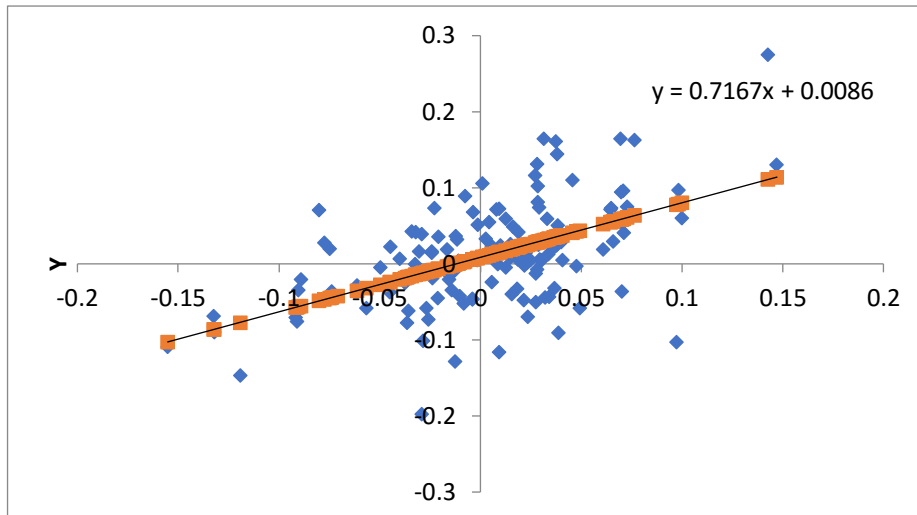
	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde
Beta	0,774681	0,173626	4,461784	2E-05

Regressionsstatistik	
Multipel-R	0,394512
R-kvadrat	0,15564
Justerad R-kvadrat	0,147822
Standardfel	0,094843
Observationer	110

Regressionsanalysen gav ett signifikant samband mellan OMXS30 och Sagax aktie. Resultatet visar på signifikans i mätdata och en hög t-kvot. Detta gör att vi är trygga med att använda det kalkylerade betavärdet 0,77 i kommande beräkningar.

WIHLBORGS

Regressionsanalysen av historiska data 01/06-12/16 för Wihlborgs gav följande resultat som visas i figur 9.



Figur 9 Regressionsanalys, Wihlborgs

Tabell 9-10 Regressionskoefficienter och statistik, Wihlborgs

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>
Beta	0,71673	0,102148	7,016603	1,15E-10

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,525573
R-kvadrat	0,276227
Justerad R-kvadrat	0,270617
Standardfel	0,059215
Observationer	131

Regressionsanalysen gav ett signifikant samband mellan OMXS30 och Castellums aktie. Resultatet visar på signifikans i mätdata och en hög t-kvot. Detta gör att vi är trygga med att använda det kalkylerade betavärdet 0,72 i kommande beräkningar.

5.1.2 Förväntad avkastning på eget kapital – R[e]

För att beräkna den förväntade avkastningen på eget kapital för tillgången har vi använt oss av Capital-Asset-Pricing-Model. Denna modell presenteras i kapitel 2.4 och formeln som används är

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

I beräkningarna har vi använt en marknadspremie som är ett genomsnittligt värde för mätperioden, presenterad i en årlig rapport framtagen av PWC (2016). Det är den marknadspremie som investerarmarknaden använt i genomsnitt. Den genomsnittliga riskpremiem som beräknats är 5,24%.

Bolagens avkastningskrav på eget kapital enligt CAPM

De fyra bolagens avkastningskrav har beräknats enligt CAPM-modellen och den förväntade avkastningen på eget kapital presenteras i tabellen nedan.

Tabell 11 Avkastningskrav på eget kapital enligt CAPM

Fastighetsbolag	Re
Balder	7,157
Castellum	6,613
Sagax	6,579
Wihlborgs	6,275

5.2 Kapitalstruktur

Ur bolagets årsredovisningar har information om bolagens kapitalstruktur samlats in. Det vi tagit hänsyn till är den totala mängden skuld och hur denna skuld är uppdelad i olika finansieringskällor.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Balder

Tabell 12 Balders kapitalstruktur

Skulder %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obligationer	0	0	0	0	0	0	0	5	9	0
Företagscertifikat	0	0	0	0	0	6	4	4	3	7
Banklån	95	94	95	97	97	94	96	91	88	93
Förlagslån	5	6	5	3	3	0	0	0	0	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Eget kapital %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rent eget kapital	100	100	100	100	100	85	81	74	80	89
Preferensaktiekapital	0	0	0	0	0	15	19	26	20	11
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Castellum

Tabell 13 Castellums kapitalstruktur

Skulder %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obligationer	3	5	4	3	1	0	6	16	23	32
Företagscertifikat	27	23	0	0	9	13	10	5	7	16
Banklån	69	71	96	97	90	87	84	78	70	53
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Castellums eget kapital består till 100% av rent eget kapital utan inblandning av preferensaktiekapital.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Sagax

Tabell 14 Sagax kapitalstruktur

Skulder %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obligationer	0	0	0	0	0	0	10	16	21	21
Företagscertifikat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
Banklån	100	100	100	100	100	100	90	84	79	75
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Eget kapital %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rent eget kapital	55	67	62	52	46	46	43	57	61	69
Preferensaktiekapital	45	33	38	48	54	54	57	43	39	31
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Wihlborgs

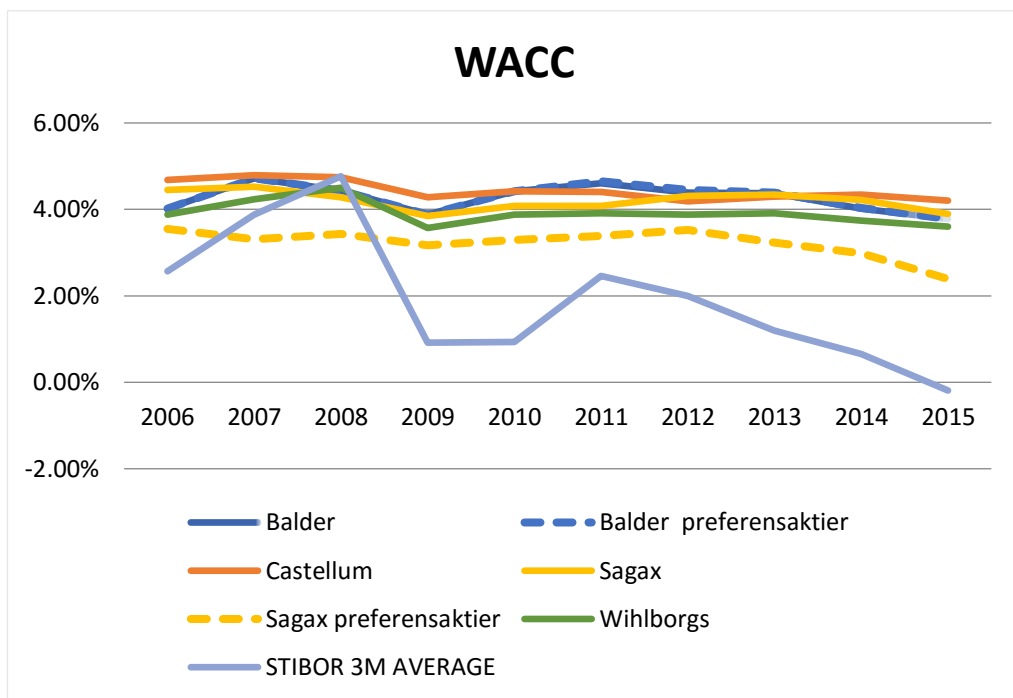
Tabell 15 Wihlborgs kapitalstruktur

Skulder %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obligationer	0	0	0	0	0	3	9	16	17	19
Banklån	100	100	100	100	100	97	91	84	83	81
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Wihlborgs eget kapital består till 100% av rent eget kapital utan inblandning av preferensaktiekapital.

5.3 WACC

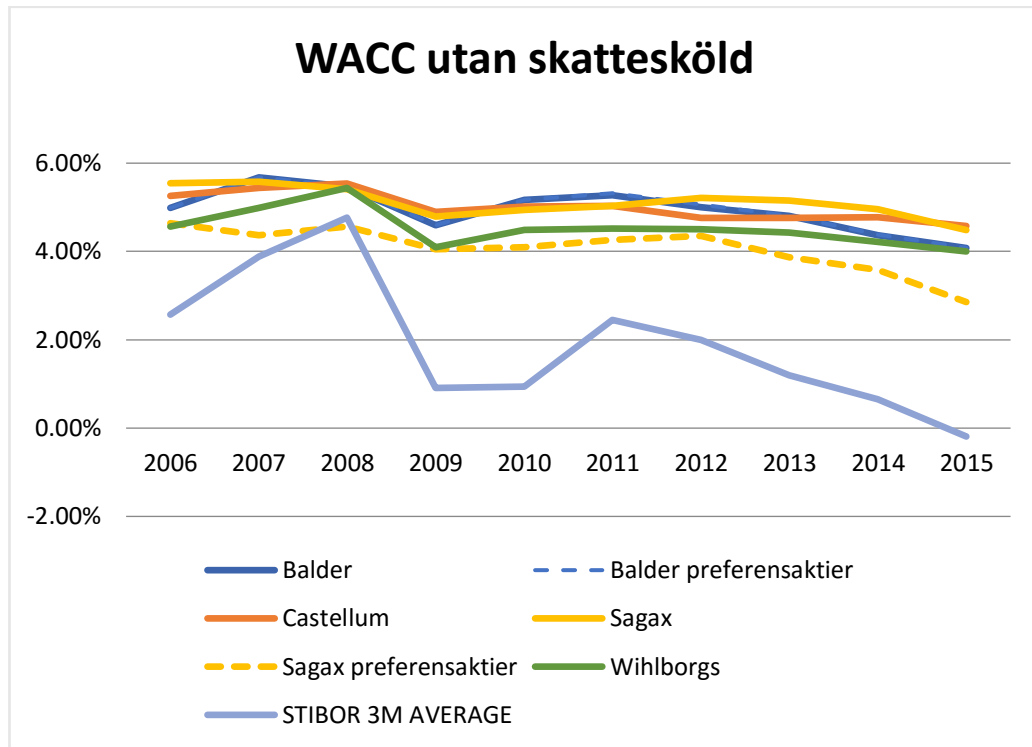
I figur 10 presenteras den genomsnittliga kapitalkostnaden för de undersökta bolagen. Den genomsnittliga kapitalkostnaden för de undersökta bolagen har beräknats utifrån data från kapitel 5.1.2 samt insamlade data från företagens årsredovisningar gällande räntekostnader, kostnader för preferensaktier och bolagens kapitalstruktur. Det som sticker ut är den sänkta kapitalkostnaden för Sagax när hänsyn tas till preferensaktiernas direktavkastning. Övriga kapitalkostnader följer liknande trend med en eftersläpning gentemot stiborräntan.



Figur 10 WACC för de undersökta fastighetsbolagen

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

I figur 11 är WACC beräknad utan den fördelaktiga skatteskölden som råder i Sverige tack vare att räntor på skulder är avdragsgilla. Denna variant av WACC har tagits fram för att i större mån efterlikna Miller och Modiglianis värld utan transaktionskostnader. Skatteskölden är den faktor som är minst problematisk att isolera.



Figur 11 WACC utan skattesköld för de undersökta fastighetsbolagen

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Korrelationskoefficient kapitalkostnad – skuldsättningsgrad

Enligt MMs teori är kapitalkostnaden en linjär funktion av skuldsättningsgraden. Det vill säga att korrelationskoefficienten bör vara 1. I tabell 16 presenteras de korrelationskoefficienter som beräknats för bolagens kapitalkostnad och skuldsättningsgrad.

Tabell 16 Korrelationskoefficient mellan skuldsättningsgrad och WACC utan skattesköld

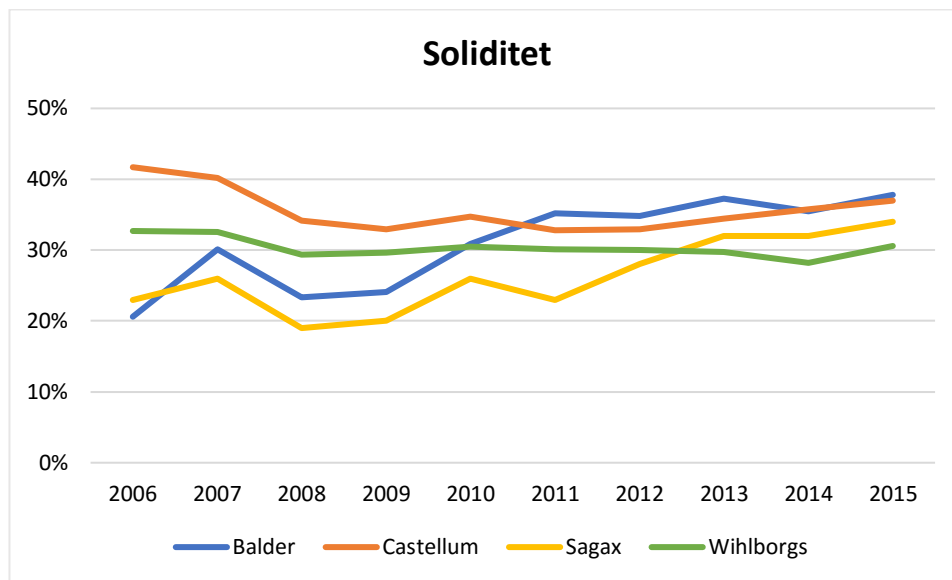
Bolag	Korrelationskoefficient
Balder	0,28
Castellum	-0,39
Sagax	0,34
Wihlborgs	-0,12

5.4 Nyckeltal

De nyckeltal som presenteras här är nyckeltal som är av relevans för att göra analysen av bolagens kapitalkostnader och finansiella val. Dessa är kompletterade med nyckeltal som de intervjuade personerna bidragit med.

Soliditet

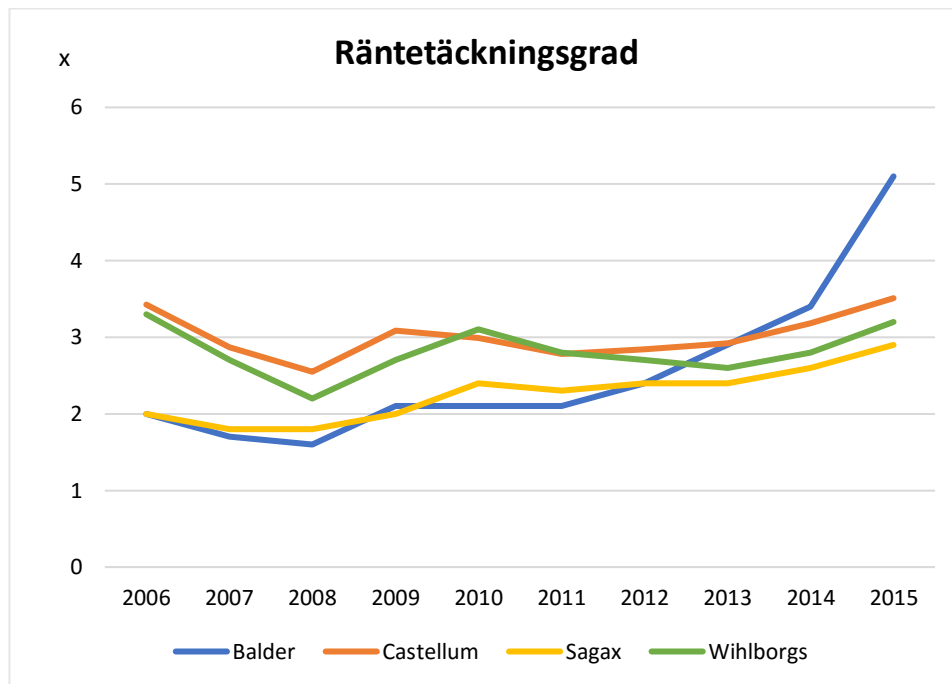
I figur 12 presenteras soliditeten i bolagen över tid. Soliditeten i bolagen har varierat över tid och på senare tid generellt förbättrats. Bolagen Balder och Sagax har kraftigt förbättrat andelen eget kapital i finansieringen medan Castellum och Wihlborgs haft en något försvagad soliditet jämfört med år 2006.



Figur 12 Soliditetens utveckling i de undersökta fastighetsbolagen

Räntetäckningsgrad

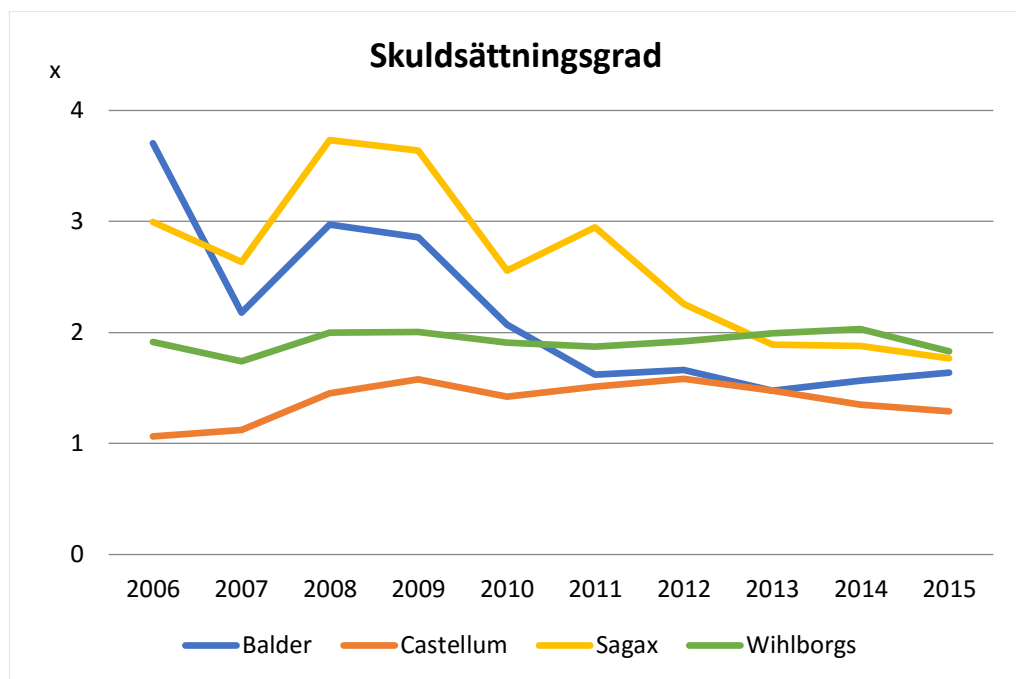
Räntetäckningsgraden har överlag förbättrats i de undersökta bolagen, se figur 13. Det har skett med en kraftig tillväxt i det egna kapitalet samtidigt som räntekostnaderna under tiden sjunkit i takt med räntenedgången på marknaden. De som sticker ut mest är Balder och där har räntetäckningen fått draghjälp av goda årliga resultat.



Figur 13 Räntetäckningsgradens utveckling i de undersökta fastighetsbolagen

Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgraden har under tidsperioden sjunkit påtagligt i Balder och Sagax medan Castellum och Wihlborgs haft en mer konstant nivå, se figur 14. Det kan härledas till den starka tillväxt Balder och Sagax har genomgått och att de numera är större och stabilare bolag än för 10 år sedan. Bolagen har inte uttalat att de vill sänka sin skuldsättningsgrad men att de mer eller mindre jobbar aktivt gentemot en rating som kräver lägre skuldsättningsgrad.

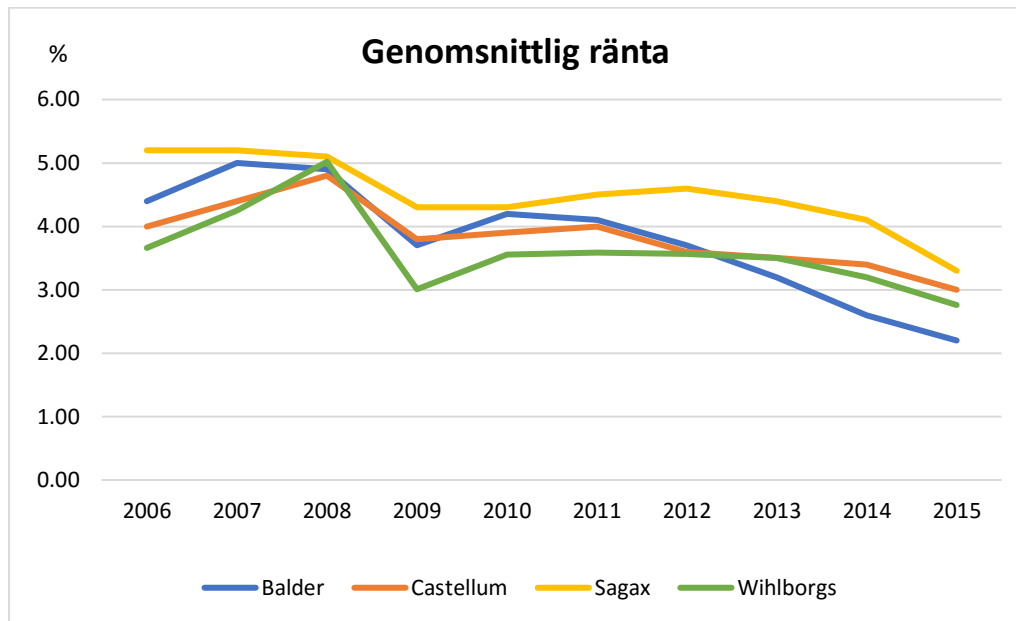


Figur 14 Skuldsättningsgradens utveckling i de undersökta bolagen

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Genomsnittlig ränta

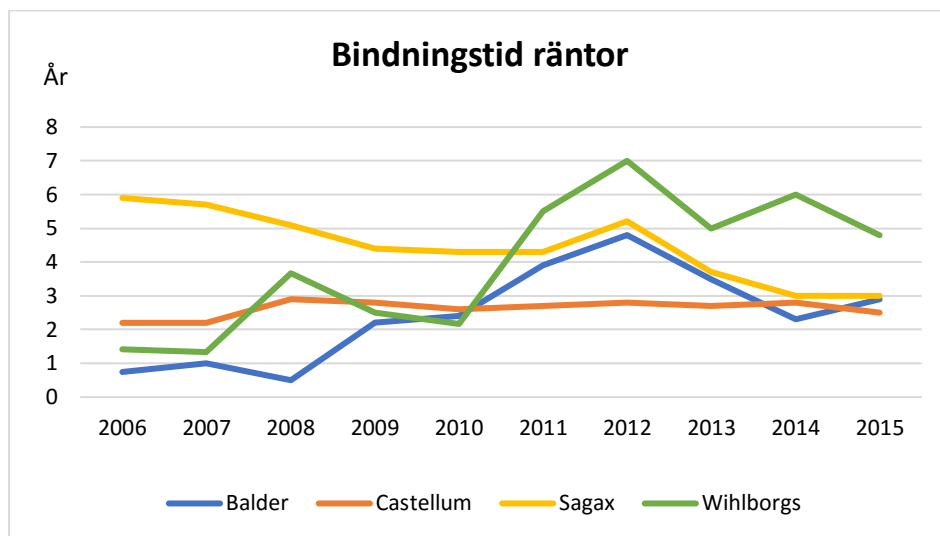
Den genomsnittliga räntan i bolagen har en tydligt sjunkande trend, se figur 15. Det leder till lägre räntekostnader och en god utvecklingsmiljö för transaktionsintensiva fastighetsbolag som de undersökta är, där tillväxt främst sker genom förvärv.



Figur 15 Den genomsnittliga räntans utveckling i de undersökta bolagen

Bindningstid räntor

Genomsnittliga bindningstiden för räntebärande skulder är ett strategiskt beslut på bolagsnivå och en trade-off mellan säkerhet och lägre kapitalkostnad. Castellum har tydligt en stabil bindningstid medan övriga bolag har arbetat med större variation vilket kan utläsas i figur 16. Under 2012 ser vi tydligt en ökad bindningstid för de övriga tre bolagen.

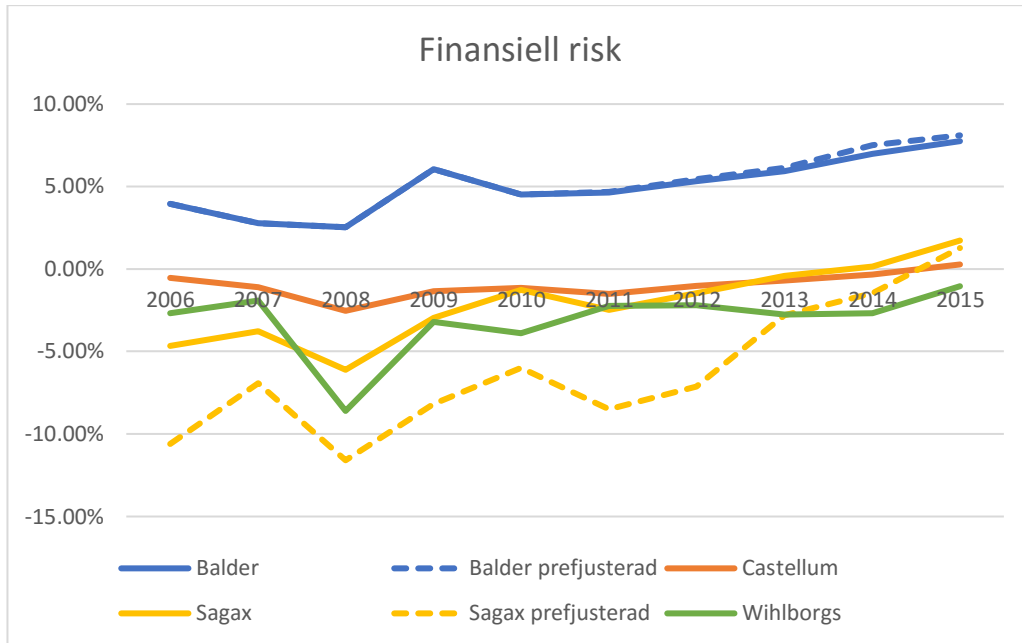


Figur 16 Räntebindningstidens utveckling i de undersökta bolagen

5.5 Risk

En central fråga i uppsatsen har varit att få rätsida på riskbegreppet. Det finns ett flertal sätt att beräkna en tillgångs eller ett företags risk. Vi har med grund i kapitel 2.6 presenterat två olika metoder att beräkna risk och beräkningarna har gjorts utifrån dessa modeller och kompletterats med ett riskmått som fastighetsbolagen nämner i intervjustudien. De aktuella diagrammen presenteras nedan och analyseras närmare i kapitel 6.

Finansiell risk

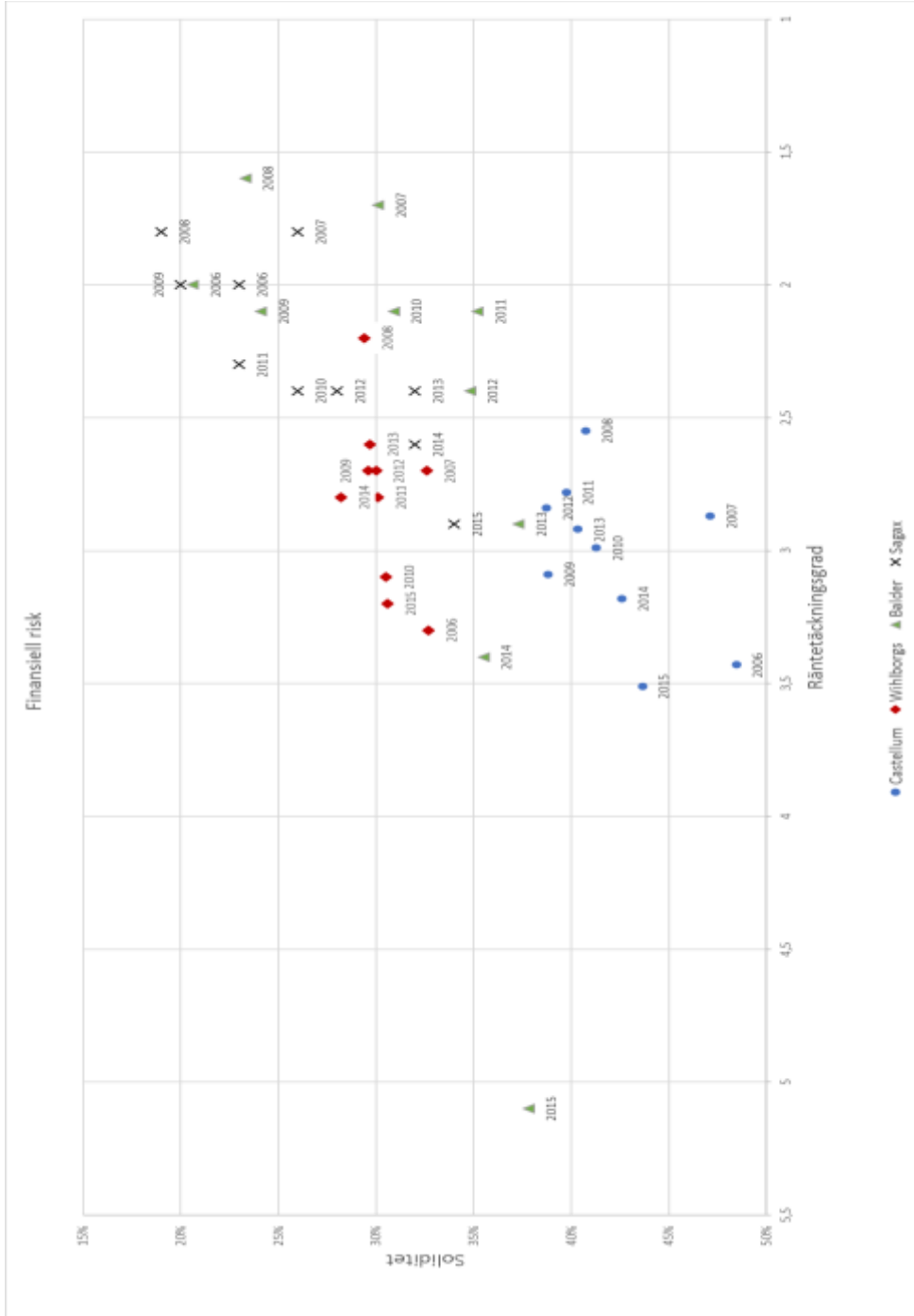


Figur 17 Diagram över den finansiella riskens utveckling i de undersökta fastighetsbolagen

I figur 17 visas ett diagram över den finansiella risken och det visar på en positiv trend. Diagrammet ovan är beräknat med Johansson och Runstens formel som presenteras i 2.6.3. Den finansiella risken är i formeln ett mått på avkastning och den positiva trenden är därför ett tecken på högre avkastning i bolagen och därmed högre risk. Problematiken med detta diagram analyseras vidare i analyskapitlet under frågeställning III.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Matrisen soliditet - räntetäckningsgrad



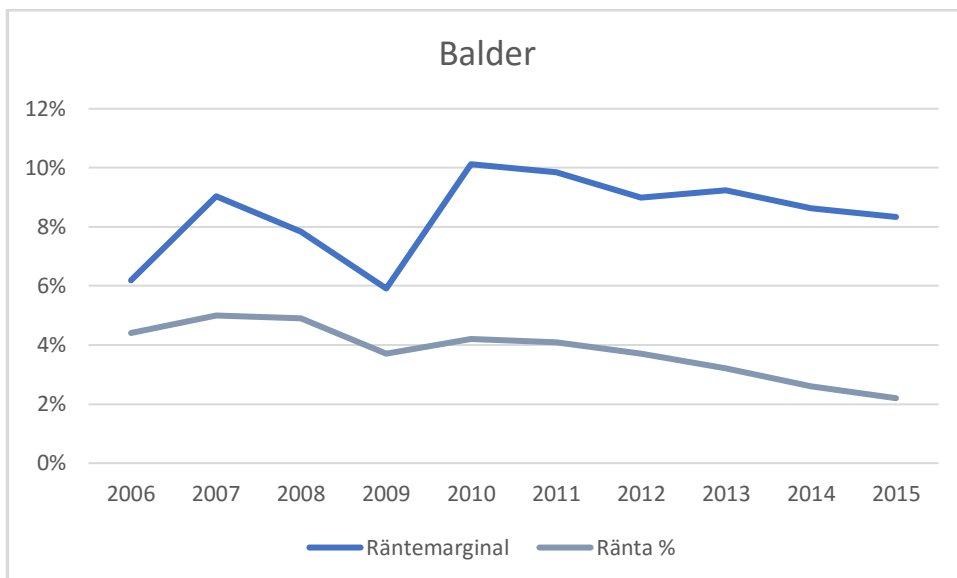
Figur 18 Nyckeltalsmatris med soliditet och räntetäckningsgrad

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

I figur 18 presenteras den nyckeltalsmatris vi använder som ett verktyg för att bedöma risk. Balder har en genomgående positiv utveckling på skalorna, likaså Sagax till stor del. Wihlborgs och Castellum återfinns i varsitt kluster med genomgående stabila nivåer.

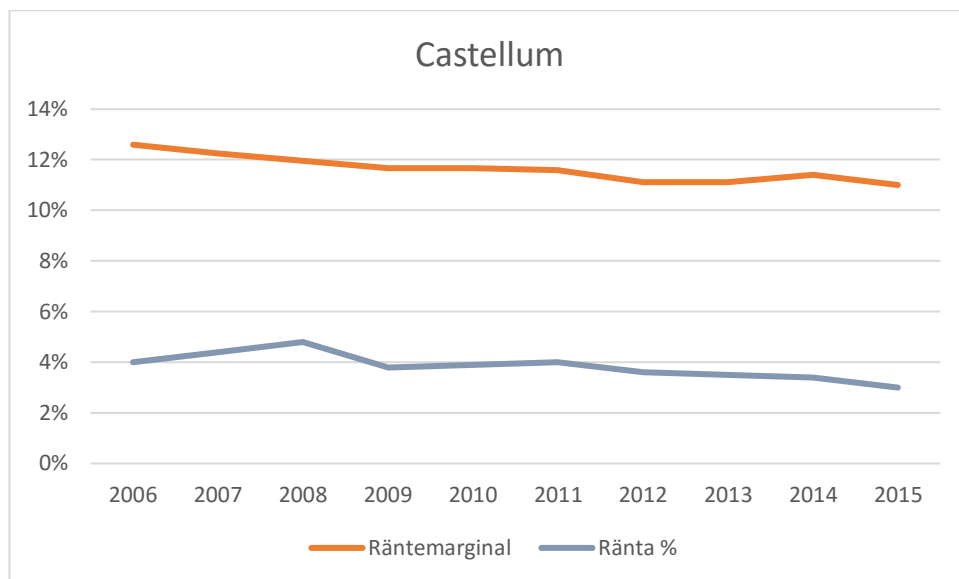
Räntemarginal

I figur 19-22 presenteras diagram över de undersökta bolagens räntemarginaler. Detta är det riskmått som identifierats i intervjustudien och därför ligger till grund för vår bedömning. Genomgående har bolagen haft en positiv eller bibehållen utveckling på marginalen. Den sjunker i viss mån i takt med den genomsnittliga räntan.

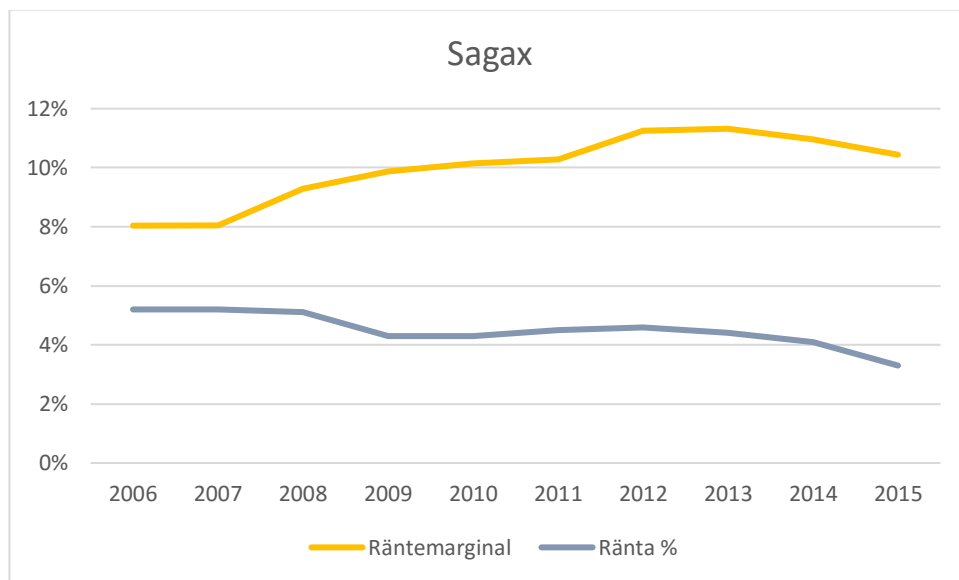


Figur 19 Räntemarginalens utveckling i Balder

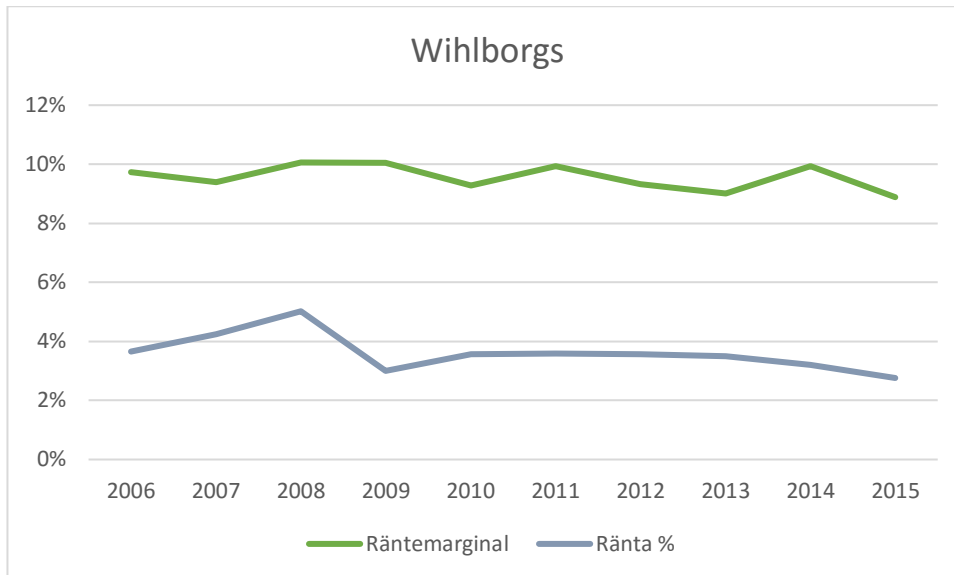
Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden



Figur 20 Räntemarginalens utveckling i Castellum



Figur 21 Räntemarginalens utveckling i Sagax



Figur 22 Räntemarginalens utveckling i Wihlborgs

5.6 Sammanställning av intervjuer

Intervjustudien har genomförts med 9 olika respondenter. För information om vilka dessa respondenter är se bilaga 1-9. Vi har i uppsatsen valt att sammanfatta de utförda intervjuerna för att på så sätt få ett sammanvägt svar på frågorna på ett överskådligt sätt.

Tillgång och användning av kapital

Den generella synen på tillgången av kapital är att den i dagsläget är väldigt god. Detta beror på flertalet anledningar enligt de intervjuer vi har genomfört. Faktorer som lyfts upp är dels att en stor mängd pensionskapital behöver investeras i alternativ till traditionella placeringar förknippade med låg risk, såsom statsobligationer. En annan faktor som lyfts upp är den expansiva penningpolitik som bedrivits på nationell och internationell nivå med stödköp i obligationsmarknaderna från centralbanker. Det har samtidigt poängterats att marknadsoro har lett till att bankerna har haft svårt att hitta låntagare och då har fastighetsbolagen klivit in och blivit en attraktiv kund för bankerna med låg risk och god lönsamhet i många fall.

Tillgången lyfts fram som storleksberoende och huvudsakliga skillnaden för de olika kategorierna är priset de får betala för finansiering. Storleksaspekten är av största vikt

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

då den kan drabba både små och stora bolag. Regleringar styr idag bankernas möjlighet till enmansengagemang på så sätt att stora krediter kan innebära för stor del av bankernas riskportfölj. Detta får till följd att finansieringsalternativ som obligationer eller internationella banker blir aktuella och att en lucka infinner sig hos bankerna för de fastighetsbolagen med en högre riskprofil. Generellt sett så har fastighetsbolag med stabil balansräkning goda möjligheter till all typ av finansiering till relativt låga priser idag, och är attraktiva låntagare.

Fastighetsbolagen lyfter alla fram vikten av goda relationer och förtroende för i stort sett samtliga större banker. De ser synergier i att ha goda relationer då både banken och fastighetsbolaget är beroende av varandras framgång. En dålig marknad för banker drabbar fastighetsbolagen och vice versa då det är kapitalintensiva verksamheter.

Det finns idag i Sverige fastighetsbolag som börjar bli större än vad som är hanterbart för svenska banker. Detta tillsammans med svensk belåningskultur öppnar för att internationella banker söker sig till Sverige för att ta del av tillväxten.

Sammanfattningsvis handlar tillgången till kapital om att ha ett starkt förtroende och en attraktiv säkerhet att erbjuda kreditgivaren.

Preferensaktier

Preferensaktier är enligt intervjuerna ett av de enklaste finansieringsalternativen att använda sig av idag. Dock råder skilda meningar om marknadsläget för desamma. Enligt bankerna är efterfrågan från investerare hög men fastighetsbolagen känner att marknaden mattats av något och att det blivit dyrt. Preferensaktierna är räntestyrda och påverkas starkt av räntemarknaden i världen. Den rådande oron för räntehöjningar i världen har gjort det dyrare att emittera preferensaktier för fastighetsbolagen.

Preferensaktierna ses av de flesta tillfrågade både som eget kapital och skuld lite beroende på bolagets övriga finansiering och preferensaktiens struktur. Preferensaktiens struktur varierar exempelvis i om räntan är fast eller föränderlig, om preferensaktien har ett förfalldatum eller inte. Den generella bilden som ges är att preferensaktier är antingen billigt eget kapital eller dyra lån vilket också styr bolagens användning. Det som talar för användandet är att kunna ta tillvara på tillväxtpotentialerna som kan ges, samtidigt som stamaktieägarna behåller makten i bolaget. Bolaget motiverar valet att använda preferensaktier så att investerarna får ta del av dagens vinst utan för den delen ha rätt till framtida vinster och värdeutveckling

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

av fastigheterna som det tillförda kapitalet möjliggör för bolaget. Omvänt gäller att det ses som väldigt dyra lån som riskerar att tränga undan stamaktieägarnas möjlighet till bolagets tillgångar.

Andra synpunkter är att användandet av preferensaktier kan ge en extrem hävstång och snabbt kapital, dock med nackdelen att räntan inte är avdragsgill i jämförelse med vanlig ränta som i slutändan resulterar i en skattenackdel.

Analytiker har en försiktig inställning till preferensaktier i sina utlåtanden även om de använder preferensaktier som eget kapital i analyserna. Ett sätt som nämns är att likt ratingbolagen, exempelvis Moody's, Fitch och Standard & Poor's dela upp preferensaktiekapitalet som 50 % skuld och 50 % eget kapital. När substansvärdet ska beräknas bortses generellt från preferensaktiekapital. Kassaflödesorienterade bolag kan dra nytta av användandet av preferensaktier med mindre risk än projektorienterade bolag som har osäkra kassaflöden från år till år. Risken i dessa bolag är betydligt högre då flertalet faktorer spelar in över tid och de bör således avrådas från att använda preferensaktier i större omfattning.

Obligationer

Tidigare nämnda problematiken sett till bankfinansiering för stora fastighetsbolag har lett till en växande obligationsmarknad. Bankernas riskaversion har lett till att obligationsmarknaden vuxit sig stark de senaste åren. I Sverige dominerar den icke-säkerställda obligationen och få aktörer använder sig av säkerställda obligationer. Bolagen motiverar användandet av obligationer med flexibilitet, en ökad verktygslåda i finansieringsverksamheten samt att minska sitt beroende till bankerna.

Generellt så finns möjligheten för alla typer av fastighetsbolag att använda sig av obligationsfinansiering och det handlar mer om pris än storlek. Alla har möjligheten att emittera obligationer men för mindre bolag blir räntan så pass hög att de knappast blir långsiktigt hållbara på marknaden.

Storleken på bolagen spelar roll när affärsrisken bedöms. Desto lägre affärsrisk desto högre rating kan ratinginstituten ge bolaget och det är eftersträvansvärt för bolagen att ha en investment grade-rating. Investment grade-rating är kostsamt för företagen och dessa kostnader måste ställas mot den möjliga besparingen i lånekostnader som uppstår. Om besparingen understiger 20–25 punkter är det inte lönt att sträva efter en investment grade-rating enligt intervjupersonerna. Samtidigt kan dessa 20–25 punkter ge en stor kostnadsminskning om låneportföljen är tillräckligt stor hävdar andra. Obligationen har stärkts av de låga räntenivåerna då de saknar räntegolv i prissättningen jämfört med stiborgolvet som används vid bankfinansiering. Detta

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

betyder att kreditmarginalen på en obligation utgår från den faktiska negativa räntenivån och inte ett bestämt golv, likt stiborgolvet.

Eget kapital

De senaste åren har ett flertal stora emissioner skett på fastighetsmarknaden i Sverige. De har ofta varit förknippade med stora specifika affärer som av investerare har bedömts som attraktiva projekt. Investerare har på så vis ställt upp med mycket kapital och tillgången har således varit god.

Kapitalmarknaden är i dåliga tider ansiktslös och därför är det av yttersta vikt att ha goda relationer och inge stort förtroende i sin verksamhet anser bolagen. Kapitalmarknaden har den senaste tiden aktivt sökt upp vissa fastighetsbolag och visat intresse för eventuella framtida emissioner, någonstans tyder detta på att även tillgången till eget kapital på marknaden är väldigt god. Det påvisas också genom exempelvis börsnoteringar av bolag med endast en fastighet som underliggande värde.

Viljan att investera i stamaktier tyder på en tro om fortsatt tillväxt i kassaflöden och fastighetsvärden. Till skillnad mot preferensaktierna som har en hög direktavkastning idag och en nästintill obefintlig tillväxt över tid behåller en stamaktieägare också rätten till framtida vinst.

Signaler på marknaden lyfter också upp tesen om att fastighetsbolagen rustar för sämre tider genom att aktivt arbeta för en högre soliditet genom de senaste årens stora emissioner av eget kapital.

Kapitalstruktur

Fastighetsbolagen har idag en betydligt starkare balansräkning och detta är en naturlig följd av de allt högre fastighetsvärdena som bolagen förvaltar. Bolagen och analytiker pekar på att med rådande prisläge på marknaden är det sunt att stärka finanserna genom ett ökat eget kapital. Att stärka det egna kapitalet är också ett steg i processen att möjliggöra kapitalanskaffning på de europeiska marknaderna då den europeiska balansräkningen generellt håller mer eget kapital.

På marknaden överlag finns det en god spridning i olika finansieringsalternativ och analytikerna påpekar att det finns fastighetsbolag som har lite väl defensiv balansräkning och skulle kunna öka sin finansiella utväxling något, samtidigt hävdas att en balansräkning ska hållas så ren som möjligt och med det menas utan

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

preferensaktier och andra hybridinstrument. Analytiker tittar inte specifikt på det finansiella instrumentet i sig utan gör en bedömning utifrån den samlade finansieringen i ett fastighetsbolag. Känslighetsanalysen lyfts fram som en viktig faktor för att utröna hur verksamheten klarar sig vid en eventuell konjunkturnedgång. Om balansräkningen är stretchad så saknas flexibilitet att fånga upp eventuella svängningar i intjäningen.

Belåningsgraden har definitivt stramats åt efter att den amerikanska storbanken Lehman Brothers gick omkull. Då fick branschen upp ögonen för de höga riskerna associerade med belåningsgraden. Belåningsgraden är ett trubbigt nyckeltal då det hela tiden måste ställas i relation till risken i bolagets fastighetsbestånd.

De tillfrågade fastighetsbolagen strävar alla i viss mån efter en lägre belåningsgrad. Detta då vi lever i en global värld och gränsen mellan den svenska och den europeiska finansmarknaden blir allt otydligare. Då krävs av bolagen en lägre belåningsgrad för att komma åt en attraktiv rating som i sin tur avgör vilken prisklass fastighetsbolaget hamnar i på obligationsmarknaden. Bättre nyckeltal ger generellt sett billigare finansiering. Samtliga respondenter väger hela tiden den möjliga besparingen genom en rating med kostnaden för att nå dit. Om inte investment grade-rating nås är det inte lönt att lägga tid och pengar på en ratingprocess.

En viktig aspekt att ta hänsyn till är mängden preferensaktier i det egna kapitalet säger analytikerna. Detta eftersom att den till synes stärker bolagets finansiella ställning redovisningsmässigt men ofta har en skuldliknande karaktär.

Den optimala kapitalstrukturen är en trade-off mellan risk och tillväxt. Att hela tiden ha volatiliteten och tillväxten i sitt fastighetsbestånd i åtanke när finansieringsbeslut fattas. Det gäller att vara en stabil motpart gentemot bankerna samtidigt som aktieägarna får en önskvärd avkastning och att deras kapital inte ses som riskfritt ur bolagets perspektiv. Det är en fråga om förtroende för alla inblandade parter.

*”Vi ska inte stretcha nyckeltalen, nu
är det viktigt att ha god kontroll på
balansräkningen”*

– Arvid Liepe

Risk

Fastighetsbolagen lyfter fram några typer av risk som är mer överhängande än andra. De talar mycket om likviditetsrisken och ränterisken som råder i marknadens olika delar. Den stora skillnaden mellan dessa två risker är att likviditetsrisken kortsiktigt kan driva ett företag i konkurs medan problem associerade med ränterisken är av mer långsiktig karaktär och kan undvikas med en flexibel finansiering och en god framförhållning.

Fastighetsbolagens närvaro på kapitalmarknaden innebär att utsätta sig för stor andel likviditetsrisk. Kapitalmarknaden utgör en sämre medspelare än bankerna då den är ansiktslös och flyktig. Det är svårt att avgöra om du som fastighetsbolag har en tagare till det likviditetsbehov som kan uppstå i sämre tider medan det är fråga om tvåpartslösning när finansieringen kommer från bankerna. Återigen lyfter fastighetsbolagen fram vikten av goda relationer till både banker och institutionella investerare för att vid ett eventuellt behov ha möjlighet att ta in kapital från kapitalmarknaden.

Flertalet av de tillfrågade anser att god framförhållning är nyckeln till låg finansiell risk och att räntetäckningsgraden är ett verktyg som används för att säkerställa likviditet vid utbetalningar. Om denna är god under en längre tid är bolaget väl rustat att fullgöra sina betalningsåtaganden gentemot kreditgivare. Ett annat nyckeltal som lyfts fram för att bedöma den finansiella risken är driftnettot i förhållande till den totala skulden. Detta används som en känslighetsanalys mot den nuvarande räntan.

Fastighetsmarknaden

Fastighetsbolagen har under senare tid gynnats kraftigt av det rådande ränteläget i världen. I fastighetsbolagen är räntekostnaden den enskilt största kostnaden som finns och därför drivs både vinst och värden av en låg ränta. Kreditmarginalerna från bankerna är dock tre gånger så höga jämfört med innan finanskrisen. En överraskande stor ränteökning på relativt kort sikt skulle drabba fastighetsbolagens värderingar kraftigt och därmed finns det en stor risk i att ha en kort räntebindningstid. Flera respondenter säger att de på grund av ovan nämnda problematik jobbar aktivt med sina ränteportföljer och ser därmed till att ha god kontroll över ränterisken.

De låga räntorna har bidragit till en god marknad för rådgivningsbolagen. Pengarna i marknaden är billiga och det leder till att fastighetsbolagen tenderar att öka finansieringen som samtidigt behöver refinansieras med jämna mellanrum med hjälp av rådgivarna.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Samtidigt som marknaden är god för fastighetsbolag så ser respondenterna också en risk i det goda affärsklimatet. Det är enkelt att chansna när finansieringen är billig och det ökar risken för felsatsningar och att fel aktörer ger sig in i en lukrativ marknad. En åsikt som lyfts fram är att fokus ofta hamnar på kostnadssidan när fastighetsbolag analyseras. Än viktigare är det att studera intäktssidan och tillväxten i hyresintäkter och vakansgrader. Vi har en god konjunktur i Sverige, om vi tittar på Stockholm och Göteborg, men i övriga delar av landet finns det fortfarande utrymme för högre nivåer. Generellt sätt är det konjunkturläget som faller fastighetsbolagen och inte ränteförändringar.

I dagsläget ligger direktavkastningen i vissa fall på 2-3 procent, vilket kan liknas med obligationsköp med relativt bra avkastning. En bostadsobligation kan idag köpas till 0,45 procent medan en statsobligation betingar 0 eller negativ ränta.

Fastighetsbolagen på de låga direktavkastningar som råder på marknaden som ett problem för fortsatt tillväxt. Det är dyrt att köpa fastigheter till attraktiva värdenivåer, samtidigt tillbakavisar analytikerna direktavkastningen som relativt sett normal. De anser att direktavkastningen inte är onormalt låg om man tar hänsyn till det yield-gap som uppstår till följd av låga marknadsräntor.

Efter finanskrisen har bankerna stramat åt finansieringsmöjligheterna något. Det har resulterat i att fastighetsbolagen arbetar mer medvetet med sina balansräkningar och finansiella nyckeltal och det har resulterat i något lägre hävstång i fastighetsmarknaden. Historiskt sett har svenska banker varit mer stabila än deras utländska motsvarigheter och det är en viktig aspekt att ha i åtanke när belåningsgrader på fastighetsmarknaden jämförs i ett riskperspektiv.

De EU-regleringar som införts sedan finanskrisen har påverkat bankernas marginal gentemot fastighetsbolagen och kapitalet har därigenom blivit något dyrare kontinuerligt. Basel III som infördes stegvis med start år 2011 är något som fastighetsbolagen inte märkt av i större utsträckning. Sverige var redan innan väl förberett med relativt sett stabila banker och egna regleringar från finansinspektionen. Det blev dock ändå en viss åtstramning i kreditgivningen under en kort period. Fastighetsbolagen har märkt av en något högre marginal på krediter och att avtalsstrukturen blivit mer komplex.

Basel IV är ett nytt regelverk som diskuteras inom EU. Detta regelverk tar sikte på risker i systemen och bankernas kreditgivning. Bankerna har blivit försiktigare i att ingå längre avtal med fastighetsbolagen för att prioritera flexibilitet under rådande ovisshet av utformningen kring det nya regelverket. Sverige är fortsatt bra rustade och

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

bankerna har redan idag låga riskvikter i sin verksamhet. Analyser pekar mot att banksystemet kommer att behöva tillföras 125-365 miljarder svenska kronor för att kunna bedriva verksamheten som den bedrivs idag. Det är en kostnadsfråga som fastighetsbolagen får bekosta genom ökade kapitalkostnader.

Det finns på marknaden en känsla att bankerna kommer bli mer riskbenägna då de hellre tar på sig högre risk i den befintliga verksamheten än att sänka sitt eget avkastningskrav. Det gäller att med mindre kapital behålla sin avkastning vilket skapar finansiell instabilitet enligt de tillfrågade. Belåning kan då komma att ges ut till projekt där risken är betydligt högre än vad som anses hälsosamt.

Bolagsstyrning

Det märks en tydlig skillnad i de tillfrågade bolagen vad som anses vara fördelaktigt med olika typer av ägandekonstellationer. Utdelningsfokuserade långsiktiga institutionsägda fastighetsbolag trivs med sin riskbild och trygga verksamhet som kräver ett starkare ledarskap i bolaget internt. Detta är något som kreditratinginstituterna också sätter som en positiv faktor när det kommer till kreditbedömningar. De anser att det främjar en hälsosam emissionskultur om behovet skulle finnas. De ser en risk i att en stark huvudägare inte kan delta vid en eventuell kapitalanskaffning och därför inte röstar igenom en sådan vid årsstämman.

En stark ägare kan innebära fördelar om bolaget för en progressiv finansieringsutveckling. Huvudägaren har då incitament att bedriva en aggressivare tillväxtstrategi jämfört med bolag som förvaltar institutioners kapital. Dessa är mindre benägna att produktutveckla än en stark huvudägare som har direktstöd i bolaget. Bankerna är ofta positivt inställda till ett starkt ägande då det tyder på en långsiktig och god relation.

En annan aspekt som lyfts upp av fastighetsbolagen är att utdelningspolicyn styr ägandet i bolagen. Det finns till exempel stora institutionella ägare som tvingas av regelverk att placera sitt kapital i bolag som lämnar utdelning på stamaktier. Om ett bolag därför väljer att återinvestera vinsten i verksamheten istället så exkluderas dessa ägare och detta kan ses som ett strategiskt val av huvudägare att behålla kontrollen över bolaget

6 Analys

I detta avsnitt kommer vi analysera de presenterade empiriska resultaten och de utförda intervjuerna med fastighetsbolag och experter. Den studerade tioårsperioden sträcker sig mellan 2006–2015. Avsnittet är strukturerat utefter frågeställningarna vilka uppsatsen bygger på.

Första delen hanterar de finansiella instrumentens användning och påverkan på fastighetsbolags kapitalkostnad. Vidare analyseras risken förknippad med fastighetsbolagens finansiering och hur den förändras under den nämnda tidsperioden. Slutligen analyseras presenterat resultat kopplat till Basel III och IV.

Frågeställning I, hur har användandet av finansiella instrument utvecklats och hur har det påverkat den genomsnittliga kapitalkostnaden i fastighetsbolag?

Preferensaktier

Hälften av bolagen vi har valt att undersöka använder preferensaktier i sin finansiering. Det som styr användningen av detta verktyg är hur bolagen väljer att klassificera preferensaktierna utifrån dess karaktärsdrag och kostnad. Enligt intervjuunderlaget råder delade meningar om vad preferensaktier faktiskt är, vilket förstås är individuellt ur bolagens och experternas egna synvinklar. Instrumentet kan å ena sidan tolkas som eget kapital då det består av aktier som genom emission ägs av investerare och ger rösträtt i bolaget. Likheter finns dock med skulder då utdelning oftast sker med fixerad nivå samt att aktierna kan vara låsta vid ett inlösendatum. Ratinginstituten är som tidigare nämnt försiktiga i sin bedömning och bedömer ofta bolagens preferensaktieandel som 50% av vardera eget kapital och skuld. Bedömning står alltså mellan om preferensaktier är billigt eget kapital eller dyrt lånat kapital. De bolag som använder sig av instrumentet har motiverat sitt emitterande med att användningen var billig i tiden med emissionerna samt att det är ett enkelt sätt att få in kapital. Det kan hänföras till teorin om market timing då bolagen sitter på ett informationsövertag. Det övertaget speglas även i att bolagen väljer att sälja dagens vinst i utbyte mot att befintliga ägare behåller de framtida vinsterna som det nya kapitalet bidrar med. Tillfället för emissionerna är viktiga att studera för att utröna om de fick faktisk effekt på kapitalkostnaden. Tidpunkterna kan självklart vara beroende av andra faktorer såsom att det var enda tillgångskällan vid tillfället som ett bolag av en viss storlek kunde få eller marknaden kunde tillåta. Förutom Sagax första

emission 2006 har majoriteten av emissionerna skett efter finanskrisen vilket samtidigt är en period med ökad transaktionsaktivitet och lågräntemiljö. Den rådande oron för räntehöjningar har lett till minskad aktivitet rörande preferensaktier hos de stora bolagen. Samtidigt har antalet bolag med preferensaktier ökat vilket tyder på att flertalet bolag av mindre storlek emitterat. De undersökta bolagen har inte emitterat preferensaktier de senaste åren men har hela tiden innehaft bemyndigande för emission för att behålla flexibiliteten av olika finansieringsmöjligheter och effektivt nyttjande av market timing.

Obligationer

Samtliga av de undersökta bolagen använder sig av obligationer i sin finansiering vilket tyder på att det i dagsläget är en aktiv marknad. Det som styr användningen av obligationer över tid är relationen till stibor då lågränteläget främjat aktiviteten. Till skillnad från traditionell bankfinansiering saknar obligationsfinansiering ett räntegolv som bankerna tillämpar i sin låneverksamhet. Obligationsfinansiering har till största del grundränta som stibor med tre månaders löptid (Stibor 3M) vilket i dagens ränteläge pressar obligationskostnaden lägre än kostnaderna förknippade med bankfinansiering. Användning av obligationer är alltså negativ korrelerad med räntenivån. Det finns ett stort behov av allokering av kapital då traditionella investeringsobjekt såsom statsobligationer har negativ avkastning vilket styr investerarna mot andra investeringsobjekt. Där anses svenska fastighetsbolag av en viss storlek som ett attraktivt alternativ. Storleken får betydelse i den mån att det bestämmer villkoren för obligationerna. Med storlek kommer fördelarna att det är möjligt att nå en god kreditrating vilket hos vissa investerare är ett krav för att kunna placera det förvaltade kapitalet.

Rating är något de intervjuade fastighetsbolagen tar upp som en återkommande diskussionspunkt vilket tydligt pekar på dess attraktivitet som instrument. Av de undersökta bolagen har Balder redan genomgått ratingprocessen till följd av internationellt köp och behov av tillgång till utländsk exponering. Internationellt kräver investerare en god kreditrating och med utländskt fastighetsbestånd med anknytning till euro-marknader är euro-obligationer en viktig finansieringskälla. De bolag med just utländsk exponering är de som har kommit längst i processen och arbetar aktivt med kreditrating. Respondenterna är alla överens om att det inte är lönt att ha en kreditrating såtillvida att det inte är av investment grade-klassificering. Utanför investment grade är marginalerna för små och således inte en positiv trade-off för företagen. Wihlborgs använder sig av obligationsfinansiering via ett bolag som heter Svensk Fastighetsfinansiering(SFF). SFF är delägt av Wihlborgs och fyra andra aktörer på den svenska fastighetsmarknaden och de uppnår genom delägarskapet den

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

kritiska massan som krävs för goda villkor och tillgång till fördelaktiga marginaler vad gäller obligationer. SFF är unikt på den svenska fastighetsmarknaden då de endast emitterar obligationer säkerställda med fastighetspant. De lagstadgade säkerställda obligationerna vi har undersökt är primärt för bankverksamhet då kraven är problematiska för fastighetsbolagen att uppnå med god flexibilitet i balansräkningen. Obligationer säkerställda med fastighetspant har karaktären av en enligt lag säkerställd obligation och SFF har byggt upp ett eget regelverk som liknar lagstiftningens ambition att skapa finansiell stabilitet.

Utifrån de undersökta bolagen kan det konstateras att storleken har stor betydelse för hur attraktivt det är med finansiering genom obligationer. Mindre bolag har svårare att leva upp till de höga krav som ställs för att kunna hålla nere kostnaden för obligationerna. Kostnaderna kan då inte konkurrera med räntan förknippad med bankfinansiering. Användningen är då storleksberoende och behäftad med ett golv där obligationer inte är ett finansieringsalternativ på grund av för höga kostnader. Man kan utläsa ur bolagens kapitalstrukturer att andelen obligationer ökar i takt med bolagens storlek.

I takt med att bolagen blir större minskar möjligheten att nyttja bankfinansiering på grund av regleringar i banksektorn. Delvis påverkas bankernas utrymme av Baseldirektiven då de reglerar exponeringen gentemot enskilda bolag, enmansengagemang. En observation som talar emot detta är Balders fyra gånger större skuld till kreditinstitut jämfört med Castellum som påpekat problematiken med bankfinansiering. En möjlig förklaring till detta kan vara Balders ”renare” balansräkning och deras fokus på nyttjande av bankfinansiering. Wihlborgs tillgänglighet till billigt kapital via obligationsmarknaden görs möjligt genom SFF som uppnår en fördelaktig storlek som de inte kan nå på egen hand. På så sätt har de tillgång till bankfinansiering utan att på grund av dess storlek vara i riskzonen för bankernas regleringar, samtidigt som de har tillgång till en attraktiv obligationsmarknad. I takt med att de stora fastighetsbolagen alltmer nyttjar obligationsmarknaden för deras finansiering har Sagax upplevt bättre tillgång till bankfinansiering för den egna verksamheten. De är med sin storlek på ca 20 miljarder kronor för små för att vara ett attraktivt investeringsobjekt på obligationsmarknaden och hänvisas främst till high-yieldinvesterare.

Kapitalkostnad

Utifrån det empiriska resultatet är det svårt att isolera och urskilja enskilda finansiella instrumentens påverkan på kapitalkostnaden. En stor del av resultatet är hänförligt till våra CAPM-beräkningar vilket inte speglar det faktiska avkastningskravet som varje

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

bolag har. Våra beräkningar ligger i intervallet 6,3–7,2 % vilket troligtvis ligger långt under bolagens egna konfidentiella avkastningskrav för det egna kapitalet. Det får till följd att bedömningen av WACC kan bli något missvisande. Det företag som tydligast visar preferensaktiers påverkan är Sagax då de har en stor andel av instrumentet i balansräkningen, 2012 bestod deras egna kapital av 57 % preferensaktiekapital. Då deras kostnad för preferensaktiekapitalet konstant varit 6% jämfört med det beräknade avkastningskravet på eget kapital på 6,58% ger detta en positiv inverkan på kapitalkostnaden. Balder har betydligt mindre andel vilket då ger mindre genomslag. Balders preferensaktiekostnad är i snitt 7,24% jämfört med kostnaden för deras eget kapital på 7,16%. Den lilla skillnad de emellan och den låga andel preferensaktiekapital ger därför lite genomslag i totalen, om än negativt.

Utifrån de nämnda avkastningskraven är tolkningen svårbedömd då beräkningarna speglar en investerares avkastningskrav och inte bolagets. Vi antar därför att bolagen har högre avkastningskrav på eget kapital och därav ses preferensaktierna som billigare eget kapital. Siffrorna i Sagax styrker detta antagande medan Balder i liten utsträckning motbevisar det. Det som kan utläsas ur presenterad WACC-graf (figur 10, s.52) är att preferensaktier sänkt Sagax kapitalkostnad samtidigt som den har ökat hos Balder.

Obligationer har visat sig vara ett attraktivt instrument i lågräntemiljö och har på så sätt bidragit till lägre kostnad jämfört med kreditskuld i bank. Detta på grund av det tidigare nämnda stiborgolvet. Att det finns pengar att spara i ett instrument utan räntebas är en självklarhet men här spelar också storleken på bolagen in. Likt det förda resonemanget gällande bolagens storlek går det att applicera även i genomslaget på WACC. Större bolag har tillgång till billigare finansiering via kapitalmarknaden vilket möjliggör användning av obligationer till låg kostnad.

Mycket av den finansieringen som fastighetsbolagen använder sig av är nära kopplat till styrräntan Stibor 3M. I diagrammet över bolagens kapitalkostnader samt Stibor korrelerar rörelserna mellan kapitalkostnaden och stibor mer till en början för att efter finanskrisen 2008–2009 plana ut under resterande tid i undersökningsperioden. Intervjuerna med fastighetsbolagen styrker även denna tes om att bolagen fokuserar mer på en långsiktig och trygg finansiering än att maximera nyttan av en förändrad stibor. Osäkerheten i styrräntan överväger alltså risken som bolagen är beredda att ta på sig i sin finansiering.

Kapitalkostnaderna för bolagen korrelerar till stor del vilket tyder på att finansieringsstrategierna inte ger en edge mellan bolagen. Undantaget är den påverkan som Sagax preferensaktier har om dessa plockas ut det egna kapitalet och

beräknas som en separat komponent. Ställning har då inte tagits till instrumentet som eget eller främmande kapital. Genomslaget blir stort då mängden preferensaktiekapital uppgår till en betydande andel av det egna kapitalet. Det tyder på att preferensaktier i bolaget sänker kapitalkostnaden och ses som billigt eget kapital men det råder delade meningar om hur instrumentet ska tolkas i balansräkningen, vilket diskuteras senare i analysen.

Enligt MMs teorier är kapitalkostnaden linjär med skuldsättningsgraden i en värld med perfekta marknadsförhållanden. För att undersöka dess riktighet jämför vi bolagens kapitalkostnad utan skattesköld med skuldsättningsgraden genom att beräkna korrelationen dem emellan. Resultatet blev att det råder svag korrelation i hälften av fallen och i två fall och till och med negativ korrelation. Perfekta förhållanden är svåra att efterlikna vilket kan leda till resultat som inte går hand i hand med MMs teorier. De bolag med starkast korrelation är Balder och Sagax som även är de bolag med högst skuldsättningsgrad, men även där är korrelationen mycket låg. Anledningar till varför teorin skiljer sig från verkligheten kan vara nytillkomna finansieringssätt och förändrade villkor i den traditionella finansieringen.

Frågeställning II, hur motiverar fastighetsbolagen sitt val av finansiering?

Förutom mål att sänka kapitalkostnaden finns andra faktorer som motiverar aktiv finansieringsstrategi hos bolagen. Vad gäller preferensaktier anses det vara ett enkelt och snabbt sätt att tillföra kapital till bolaget om det finns villiga investerare. Intervjuerna visar på att eget kapital snabbt kan tillföras bolaget samtidigt som liten mängd av rösträtterna ges ut då de aktierna generellt är förknippade med låg andel rösträtt per aktie. Det är ett attraktivt alternativ för bolag av mindre storlek som inte vill späda ut och skapa obalans vad gäller makten i bolaget. Av de undersökta bolagen använder Sagax sig av preferensaktier i mycket stor omfattning jämfört med Balder som är det andra bolaget som nyttjar instrumentet. Preferensaktier kan därför vara storlekskänsligt. För ett bolag som har stor tillväxtpotential är preferensaktier fördelaktigt pga. att fast ränta utgår i form av utdelning till ägarna istället för en föränderlig avkastning som växer med tiden.

Som nämnt i intervjuerna betalar man alltså sina aktieägare med dagens vinster för att behålla de framtida vinsterna som beräknas öka genom tillväxt. En nyckel är då att intresset för investering i bolaget är högt, då emission av aktier kräver investerare med tro på bolaget och dess projekt. Aktierna bidrar med förbättrade nyckeltal och därigenom tillgång till ytterligare finansiering via bank då soliditeten ligger på stabila nivåer. Vid kraftig expansion finns samtidigt incitament att inte späda ägandet för att på så sätt äventyra kontrollen i bolaget.

Genomgående vill bolagen ha flexibel finansieringsstrategi för att på bästa sätt anpassa sig efter rådande förhållanden på marknaden. Bolagen har olika sätt att bruka flexibiliteten men ett genomgående tema är bemyndiganden som beslutas på bolagens årsstämmor. Sagax och Balder har ständigt bemyndigande att emittera preferensaktier för att snabbt kunna agera om det behövs nytt kapital i bolaget. Samtliga bolag har bemyndigande att återköpa aktier vilket används för att justera kapitalstrukturen i bolaget och skapa värde för aktieägarna. Att skapa värde för aktieägarna är ett motiv som tydligast går att påvisa hos bolagen med framförallt en stark ägare. Där används även preferensaktier mer flitigt tack vare dess tillväxtskapande karaktärsdrag. Flexibiliteten är en viktig faktor vilken bolagen värderar högt när det ställs mot målet med låg kapitalkostnad. Under intervjuerna fördes diskussioner kring säkerställda obligationer och dess mycket ringa användning på den svenska marknaden. Bolagen prioriterar att allokera sina säkerhetsmassor till traditionell bankfinansiering istället för i ett instrument som ger marginell påverkan på kapitalkostnaden.

En tydlig skillnad i de undersökta bolagen är deras ägarstruktur. Denna ägarstruktur visar sig i bolagens finansieringspolitik. Balder och Sagax är två bolag som under sin tillväxtresa haft storägare som dels är grundare och VD i respektive bolag. Under avsnitt 2.4 om ägande presenterar principal-agent teoremet att det kan uppstå konflikter mellan ägarnas och ledningens intressen. I fallet Balder och Sagax har de suttit på ”båda sidor” och därmed inte stött på problematiken som kan uppstå. Detta visar sig i en aggressivare expansionstakt och större flexibilitet i finansieringspolitiken jämfört med de bolag som har ett mer spritt ägande och en avsaknad av koppling mellan huvudägare och ledning som är fallet i Castellum och Wihlborgs. Balder och Sagax har kunnat agera i ägarnas intresse, med andra ord egenintresse, genom att de representerar storägare samtidigt som de leder den dagliga verksamheten. Det ger starka incitament för ledningen att skapa tillväxt i en snabbare takt, då tillväxten tillfaller de själva i stor utsträckning och kan därför vara en anledning till att en aggressivare finansieringspolitik tillämpas.

I ägarleden till de undersökta bolagen kan också utläsas en del andra påverkande faktorer. I fallet Castellum med starkt ägande från pensionsfonder och utländska förvaltare som kräver en viss finansieringspolitik, vanligtvis utdelning och låg finansiell risk, så speglar även bolagets finansiella strategi detta. Castellum är ett bolag på börsen känt för god utdelning och utdelningstillväxt till låg finansiell risk vilket stämmer bra överens med de regelverk som pensionsförvaltarnas fonder agerar utefter. Detta kan anses hämma Castellums möjligheter finansiellt men det är också en attraktiv situation enligt deras CFO. Tryggheten i ägarleden som de får i utbyte

mot en väl avvägd finansieringspolitik och god visibilitet i verksamheten överväger alternativen att ha en aggressivare strategi med högre risk.

Relation till aktieägare

Respondenterna lyfter vikten av goda relationer till aktieägarna i bolagen då bolagen är beroende av investerarnas vilja att bidra med kapital vid eventuella emissioner. De senaste åren har intresset att delta i emissioner varit starkt och de undersökta bolagen har haft god täckning och stöd från marknaden. Respondenterna har poängterat vikten av att även emittera på en nivå som är fördelaktig för befintliga aktieägare samtidigt som bolaget får tillgång till nödvändigt kapital. Emissioner till rabatt leder till negativ påverkan för befintliga aktieägare och det riskerar att skada förtroendet mellan dessa och bolagets ledning. I två av bolagen, Balder och Sagax, finns också tydliga incitament att emittera till premie snarare än rabatt då en rabatterad emission skulle påverka de stora huvudägarnas privata intressen i bolagen. Detta ger ledningen incitament till att nyttja marknaden när tillfälle ges.

Expansion

De undersökta bolagen har genomgått olika resor under vår studieperiod vilket har krävt skilda finansieringsstrategier. Preferensaktier har där spelat en stor roll när det gäller de mer expansiva bolagen.

Rating

Som tidigare nämnt kan bolag av viss storlek få problem med finansiering via bank på grund av risk för enmansengagemang i banken. Samtidigt kan det krävas exponering mot utlandet för ett kapitalstarkare klimat genom obligationer. För att där nå attraktiva nivåer på kostnaden krävs god rating vilket innebär mötande av olika kravnivåer. Aktiva beslut gällande finansieringsstrategin kan således innebära att önskad nivå nås. Enligt analytiker ska balansräkning då hållas så ren som möjligt för att innebära en låg nivå av risk. En aggressivare vinkel på finansiering kan därför ligga bolag i fatet när det kommer till vilken rating-klassificering som ska tilldelas bolaget. Preferensaktier hanteras inte fullt som eget kapital vilket får konsekvenser för hur det bedöms riskmässigt. Processen att nå upp till goda obligationsvillkor är lång och utdragen och blir egentligen endast värd besväret när ett bolag når en viss storlek. Lyckas man inte nå investment grade-rating är besparingen på

kapitalkostnaden mycket liten och bidrar på så vis inte med tillräckligt för att vara värt mödan. De tillfrågade bolagen är i olika skeden av en sådan process där vissa av dem är avvaktande och anser att besparingen inte är tillräcklig. Diskussioner förs om möjligheterna men tillsvidare finns andra finansieringsalternativ som är mer fördelaktiga.

Frågeställning III: Hur har den finansiella risken i fastighetsbolagen förändrats under tidsperioden?

Tidsperioden 2006–2015 har tidvis varit turbulent. En global finanskris med början 2007 satte stora spår i världsekonomin och även i svenska fastighetsbolag. Riskhanteringen har efter krisen reviderats och justerats och det har gett en positiv effekt på fastighetsbolagen i form av starkare balansräkningar överlag. De fyra undersökta bolagen har åtnjutit en stark tillväxt i värdet på sina fastighetsbestånd vilket har haft en mycket god effekt på nyckeltal och riskaspekter. Riskbedömning i fastighetsbolag skiljer sig från exempelvis bolag verksamma inom industriell produktion. Fastighetsbolagen har stora materiella underliggande tillgångar som värderas upp i takt med att globala avkastningskrav sjunker. Samtidigt så utsätts bolagen för konjunktursvängningar då de är beroende av hyresgästers välmående ekonomier.

I figur 17 visar diagrammet hur risken har förändrats i de undersökta bolagen enligt formeln som presenteras i avsnitt 2.6.3. Då den tar hänsyn till standardavvikelsen i bolagens avkastning på totalt kapital över tid bör detta ta hänsyn till marknadens avkastning över samma tid och på grund av att svenskt fastighetsindex idag ägs och administreras av ett stort globalt företag har de inte varit möjligt att tillgå denna information. Det ger ett svårbedömt resultat i diagrammet på grund av ett antal olika anledningar. Den finansiella risken bedöms som skillnaden i totalavkastningen och skuldräntan multiplicerat med skuldsättningsgraden. I teorin är tanken ett risk/reward tänk vilket ger en fingervisning på en förväntad avkastning i investeringen. Då vi saknar en viktig faktor på grund av tidigare nämnda problematik om marknadens rörelser blir detta en negativ påverkan på risken och således leder det till missvisande resultat.

Den förväntade risken i företagen behöver ta hänsyn till marknadens utveckling för att kunna täcka in både den företagsspecifika risken och marknadens risk. Resultatet i beräkningarna blir därför enskilt svårbedömda men kan visa på en jämförelsebar risk mellan bolagen och ger därför en fingervisning om situationen i de undersökta bolagen. För att kunna genomföra en analys på enskild nivå har vi därför kompletterat denna brist på information har med andra mått på finansiell risk som delvis kommer

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

från bolagen själva men också matrisen från Carlsson (2014). Det nyckeltal som vissa av respondenterna använder sig av är en räntekänslighetsanalys som mått på finansiell risk.

Enligt Johansson & Runstens modell av risk ser vi en negativ finansiell risk i tre av de fyra undersökta bolagen. Det enda bolaget med positiv finansiell risk är Balder. Anledningen till detta är tidigare nämnda problematiken angående marknadsinformation. Diagrammet visar dock en tydlig trend över undersökningsperioden att bolagen har fått en stabilare finansiell tillvaro och en tydlig sättningsgrad i risken noteras under åren för finanskrisen. De bidragande faktorerna till förbättringen är genomgående lägre skuldräntor och en stabil eller avtagande skuldsättningsgrad.

I Balder och Sagax fall har vi gjort två beräkningar. En där preferensaktier ses som eget kapital och en där preferensaktier rensas ur balansräkningen och bortses helt ifrån. Detta är förknippat med osäkerheten i om preferensaktier ska bedömas som eget kapital, skuld eller inget av alternativen. I Sagax blir skillnaden större då deras eget kapital består av en stor mängd kapital från preferensaktier. Balder och Sagax är två bolag som under tidsperioden genomgått en mognadsprocess från små fastighetsbolag till stabila och mogna fastighetsbolag, det syns tydligt i den förbättrade finansiella risken. Castellum och Wihlborgs däremot har under lång tid varit stabila fastighetsbolag som har haft en relativt försiktigare tillväxt under perioden. Deras risk har därmed mer speglat fastighetsmarknaden i sin helhet.

I figur 18 presenteras matrisen över bolagens soliditet samt räntetäckningsgrad. Detta visar tydliga trender i en högre soliditet med en högre räntetäckningsgrad. Det leder till en lägre finansiell risk så andelen eget kapital i de undersökta bolagen har ökat samtidigt som möjligheten att betala räntor har gått upp. En viss problematik i nyckeltalen, soliditet och räntetäckningsgrad, är att de av redovisningstekniska skäl innefattar icke-realiserade värdeförändringar i fastighetsportföljerna. En finansiell risk som fastighetsbolagen lyfter upp i intervjuerna är likviditetsrisken, att likvida medel saknas i verksamheten. Denna risk är således tydligt förknippad med de icke-realiserade värdeförändringarna i räntetäckningsgraden och soliditeten.

En tydlig outlier i matrisen är Balders värden från 2015. Balder är det enda av bolagen som har en investment grade-rating vilket tydligt ses på deras nyckeltal, då det just är nyckeltal som soliditet och räntetäckningsgrad som bedöms i kreditratingsprocessen. En tänkbar förklaring till den stora skillnaden mellan 2014 och 2015 års värden kan vara en kraftigt undervärderad fastighetsportfölj som värderats om och på det sättet bidragit till ett starkt resultat för året. Med Balders

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

stora skuld ger resultat inte utslag i större utsträckning på soliditetsmåten men i kombination med låga lånekostnader en stor förbättring i räntetäckningsgraden. Sagax har upplevt en liknande resa med en trendmässig förbättring under mätperioden, från ett omoget litet bolag till en större stabilare aktör på marknaden. Sagax är fortfarande ett fastighetsbolag med stark tillväxt vilket kan utläsas i att någon tydlig sättnings inte finns i nyckeltalen. Castellum och Wihlborgs återfinns i varsitt kluster i matrisen med stabila nyckeltal utan större förändring under tiden och detta återspeglar även deras långsiktiga affärsstrategi utan en uttalad ambition om hög tillväxt.

Nyckeln till en god finansiell riskhantering anses av somliga vara bra framförhållning vilket återspeglas i bolagens räntebindningstider. De har varierat över tid och styrs av bolagens strävan mot en bra kapitalkostnad och en försäkring mot stigande marknadsräntor. Hanteringen av räntebindningen i de undersökta bolagen varierar kraftigt. Castellum är ett bolag som sticker ut i att de har haft en räntebindningstid som varierat i intervallet 2–3 år under tidsperioden. Inga större variationer har skett och det kan härledas tillbaka till intervjun med Castellum. Castellum arbetar aktivt med en flexibel finansiering och vill kunna ta relativt snabba beslut. De gör en trade-off mellan en säkerhet på kostnadssidan och fördelen att kunna ta till vara på marknadsrörelser relativt frekvent. Castellum är det bolag med längst historik och betydande storlek och de har därför långtgående relationer med finansiärer vilket gör det möjligt för de som bolag att ta den större risken med en kort bindningstid.

Övriga bolag har haft en svängigare resa med räntebindningstiderna med bindningstider i intervallet 0,5 till 7 år. Balders räntebindning 2008 var i genomsnitt 0,5 år. Stiborräntan sjönk mellan 2008–2009 närmare 4% vilket kan tyda på ett lyckat försök att nyttja marknaden till sin fördel genom market-timing. Det kan också bero på svårigheten att förhandla med bankerna mitt under brinnande finanskris. Wihlborgs är det bolag som på senare tid tecknat överlägset längst räntebindning. De poängterar även i intervjuerna intentionen att hålla sin finansiering på en stabil och långsiktig nivå då de för tillfället upplever svårigheter att växa med fastighetsförvärv. De vill därför ha bra koll på finansieringen vid en eventuellt förändrad marknadsbild. Eftersom att de poängterat en lägre aktivitet de kommande åren kan en tänkbar anledning till längre bindningstider även vara att de vill fokusera på andra delar av sin verksamhet i en tid av väntan. En annan tänkbar förklaring kan vara att finansieringen från år 2011 har haft en växande andel obligationsfinansiering och att man då omförhandlat banklån till längre bindningstider i kombination med kortare obligationslån.

Ett verktyg som används av fastighetsbolagen som del i riskhanteringen är att de jämför sin nuvarande intjäningsförmåga mot det totala skuldinnehavet. Detta ger

bolagen en bra bild över deras förmåga att betala ränta. I figur 19, 20, 21 och 22 med diagram över bolagens räntemarginal syns en tydlig förbättring eller stabilitet i tre av de fyra bolagen. Sagax har gått från låga marginaler till att likna de mer stabila konkurrenterna Castellum och Wihlborgs. Balder är det bolag som sticker ut mest med en tydlig marginalförändring under finanskrisen. Detta styrker intervjun med Balder då de säger sig ha upplevt problem under delar av dessa år. I övrigt kan det utläsas att bolagen tenderar att ta mer skuld i takt med att räntorna sjunker med bibehållen marginal. Utrymmet för ränteförändringar har under tidsperioden varit relativt konstant och det tyder på medveten finansiell risk. Balder och Sagax hade tidigt i perioden en skuldsättningsgrad på högre nivåer än Castellum och Wihlborgs. Allt eftersom att den skuldsättningsgraden normaliserats i förhållande till varandra har också marginalerna börjat korrelera allt mer.

Frågeställning IV, På vilket sätt påverkar Basel III och Basel IV fastighetsbolagen?

Basel har inte påverkat nämnvärt, något högre marginal som bankerna skjuter på kunden. Det är fortfarande oklart hur Basel IV kommer att falla ut och det finns inga tydliga indikationer på påverkan ett regelverk likt Basel IV får. Det poängteras i intervjuerna att Sverige har varit väl förberedda inför Basel III och att det fick en begränsad påverkan på det svenska finansiella systemet. Den största påverkan det får är att bankerna höjer marginalerna utåt kund och att det således blir dyrare för fastighetsbolagen att använda traditionell bankfinansiering. Detta samtidigt som marknadsräntorna haft en negativ utveckling vilket lett till att fastighetsbolagen åtnjutit billigare finansiering men att bankerna har ökat sin intjäningsförmåga. Det går inte att isolera effekten på fastighetsbolagen direkt. Vidare har Castellum mött problematik i banker då deras verksamhet är av en storlek som utsätter banker för en för stort enmansengagemang vilket leder till en stramare kreditgivning vid större projekt. Detta tvingar aktörerna att använda sig av alternativ och där är obligationsmarknaden en växande tagare. Obligationsutlåningen i Sverige har ökat stadigt och i de undersökta bolagen har obligationer blivit en allt vanligare finansieringsform från 2011 och framåt.

7 Slutsatser

I detta avslutande avsnitt sammanfattas undersökningen i ett antal slutsatser med hänsyn till resultaten i uppsatsen. För att på ett pedagogiskt sätt följa slutsatserna återges här uppsatsens syfte.

Syftet med denna uppsats är att undersöka hur kapitalkostnad och finansiell risk har förändrats i fyra börsnoterade svenska fastighetsbolag över tid. Tidsperioden som undersöks är 2006–2015. Fokus har lagts på fastighetsbolagens användning av finansiella instrument och val av finansiella strategier. Vidare ska en ansats göras att förstå effekterna av Basel III samt de kommande Basel IV regleringarna som implementerats stegvis med grund i finanskrisen.

Storleken har betydelse

Genomgående i undersökningen påpekas vikten av fastighetsbolagens storlek vid val och kostnad av finansiering. Den svenska fastighetsmarknaden närmar sig mer den europeiska finansmarknaden när det kommer till finansiering och den kräver i större utsträckning en rating från kreditvärderingsinstitut. De bolag som har verksamhet i länder med anknytning till euro-marknaden har i större utsträckning strävat mot rating för att på så vis kunna sänka sin kapitalkostnad. Med tillräcklig storlek och rating kommer bolagen åt billig finansiering via kapitalmarknaden. Man kan då säga att med storlek kommer lägre kapitalkostnad och en bättre diversifiering i kreditportföljen.

Aktivt arbete med kapitalstrukturen spelar roll

Grunden i uppsatsen bygger på Miller och Modiglianis teorier om kapitalstruktur och kapitalkostnader. Då marknaden inte lever upp till de krav som ställs på friktionsfrihet så har bolagen genom att utnyttja marknaden visat att det kan löna sig att aktivt arbeta med sin kapitalstruktur.

Obligationsfinansiering verkar trendmässigt få större andel av den svenska fastighetsfinansieringen i takt med att svenska fastighetsbolag växer från bankfinansieringen och marknadsräntorna är låga. Flexibiliteten i finansieringen har tagit större plats i bolagens strategier och det är positivt att fastighetsbolagen diversifierar sin skuldportfölj. Bolagen har samtidigt stärkt sina finanser och står idag bättre rustade än innan finanskrisen.

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Preferensaktiens påverkan på kapitalkostnad är omdiskuterad och framförallt dess definition som eget kapital. De bolag som genomgått stark tillväxt ser det som enkelt och billigt eget kapital som ger goda utvecklingsmöjligheter. Det andra lägret är mer skeptiska och enligt dem klassas det som en dyr skuld. Analytikerna tar en position i mitten och hanterar det efter rådande omständigheter. Det visar på en relativ bild av preferensaktier om huruvida det är ett kapitalkostnadssänkande instrument.

De allt mer stabila finanserna i fastighetsbolagen kan väcka frågetecken då fastighetsvärdena till följd av allt lägre direktavkastningskrav skjutit i höjden. Detta är en starkt bidragande orsak till de starka resultat och nyckeltal som fastighetsbolagen levererar. En eventuell sättningsökning i marknaden kan få mycket stor effekt på värderingarna. Det drabbar då bolag där stark värdetillväxt har varit den primära anledningen till förbättringen. Det är svårt att betala ränta med illikvida medel som fastighetsportföljen består av.

Fastighetsbolagen går på tomgång

Bolagen har påpekat svårigheter med att växa genom förvärv i Sverige. Bolagen har därför i olika utsträckning letat sig utanför den svenska fastighetsmarknaden. Trots det gynnsamma ränteläget upplever aktörerna att det är säljarens marknad då objekten är få och dyra. 2016 präglades av oroligheter i världen och Storbritannien har valt att begära utträde ur EU samtidigt som ett omdiskuterat presidentval i USA har ägt rum. Ledande marknadsrätts experter har visat positiva tendenser vilket kan ge effekt även på den svenska räntemiljön. Oklarheter råder vart i den ekonomiska cykeln vi befinner oss och en fråga att ställa sig kan vara: vad kan bli bättre här ifrån? Detta visar på att vi i framtiden kan komma att se fortsatta förbättringar av de finansiella nyckeltalen samt risken.

Om det visar sig att fastighetsvärdena är för höga så kommer soliditeten i fastighetssektorn drabbas hårt vid ökad ränta och därför ser vi positivt på att bolagen upplever svårigheter i att växa än mer.

EU-regleringar oroar marknaden mer än bolagen

Det råder tveksamheter hos fastighetsbolagen om hur de påverkats av EU-regleringarna angående den finansiella stabiliteten. Fastighetsbolagen själva är varken oroliga eller direkt insatta i de omfattande regelverk som främst påverkar bankerna. De personer som är verksamma som fastighetskonsulter eller analytiker på bank lyfter däremot problematiken och den troligen ökade risken. Valet för bankerna står mellan att sänka sina egna avkastningskrav och behålla sin riskprofil eller låna ut mindre andel kapital till högre avkastning. Detta kan leda till att de stora fastighetsbolagen får

svårare att finansiera sig i bank och att de mindre mer riskfyllda aktörerna får finansiering med följden att de svenska bankerna blir utsatta för mer risk.

Förslag på vidare forskning

Under arbetets gång har vi stött på frågor som legat i området men utanför våra avgränsningar. Till exempel är Basel III och Basel IV frågor som kan undersökas vidare. Dessa direktiv är under förändring och inte slutgiltiga vilket öppnar upp för en djupare analys av dess påverkan på fastighetsbolag alternativt fastighetsmarknaden i Sverige. Detta är ett ämne som är högst intressant ur nationalekonomisk synvinkel och dess påverkan bedöms av många bli stor, när det väl är implementerat.

En annan fråga som vi stött på är hur fastighetsbolagens storlek påverkar dess situation på kapitalmarknaden. Vi har i vårt arbete inte funnit något konkret sätt att bedöma vad som definierar en lämplig storlek eller andra faktorer som bidrar till att en specifik storlek gynnar fastighetsbolag. Detta är en ytterligare fråga som kan vara intressant att utreda i kommande examensarbeten.

Källförteckning

Böcker

Berk, Jonathan B., DeMarzo, Peter M. & Harford, Jarrad V. T., *Fundamentals of corporate finance*, 2. ed., Pearson, Boston, 2012

Berk, Jonathan B. & DeMarzo, Peter M. (2014). *Corporate finance*. 3. ed., global ed. Harlow, England: Pearson

Carlson, Mikael (2014). *Att arbeta med företagsanalys: analysmetoder för att upptäcka varningssignaler och styra mot uppställda mål*. 7. uppl. Stockholm: Liber

Damodaran, Aswath (2011). *Applied corporate finance*. 3. ed. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons

De Ridder, Adri (2003). *Finansiell ekonomi: [om företaget och finansmarknaden]*. 2., [rev.] uppl. Stockholm: Norstedts juridik

Geltner, David M. (2007). *Commercial real estate: analysis & investments*. 2. ed., international student ed. Mason, Ohio: South-Western, Cengage Learning

Hallgren, Örjan (2002). *Finansiell strategi och styrning*. 8., [rev.] uppl. Helsingborg: Ekonomibok

Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt: mål, samband och mätmetoder*. 3., [rev.] uppl. Lund: Studentlitteratur

Lind, Hans & Lundström, Stellan (2009). *Kommersiella fastigheter i samhällsbyggandet*. 1. uppl. Stockholm: SNS förlag

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey F. (2003). *Corporate finance*. 6. ed. Boston: McGraw-Hill/Irwin

Vejde, Olle (2012). *Enkel linjär regressionsanalys: de första grunderna*. 2., [rev.] utg. Borlänge: Vejde

Vetenskapliga artiklar

Amorello, L., 2016. *Beyond the horizon of banking Regulations: What to expect from Basel IV*. Harvard international law journal. Vol 58. s. 22.-38.

Baker, M., & Wurgler, J. 2002. Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, vol. 57, s. 1-32

Bhattacharya, C.B., & Lou. X. 2009 The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk. *Journal of Marketing* Vol. 73 (November 9), s.198–213

Damodar, A. u.å, *Estimating Risk Parameters*, Stern School of Business, New York.

Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., & Zarowin, P. 2003. Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? *Journal of Accounting Research* Vol. 41 No. 5 December 2003. S. 797-836.

Fama, E. F., & French, K. R. 1992. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, vol. 33. s. 3-56.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. 1973. A state- preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, vol. 28, s. 911-922.

Miller. M., & Modigliani, F., 1958. The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol 48. s-261-297.

Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, vol. 39, s. 574–592.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, s. 187-221

Rapporter och övriga källor

Bonthron, F. 2014, *Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer*, Ekonomiska kommentarer, Sveriges Riksbank

Clark, J., Hill, S., Mago, N., & Zenner, M. 2008. *The most important number in finance, The quest for the market risk premium*. JP Morgan advisory.

Elmer, E., Guibourg, G., Kjellberg, D., & Nessén, M. 2012. *Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar*. Penning- och valutapolitik 2012:3. Sveriges Riksbank.

Rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013. *Om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag, om ändring av direktiv 2002/87/EG och om upphävande av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG*. EUT L 176/338, 27/6/2013.

Siewets, V. & Säfström, O. 2015. *Debt update, fördjupning preferensaktie*. Euromerger

Finansdepartementet, 2003. *Säkerställda obligationer*. (Regeringens proposition om säkerställda obligationer 2002/03:107). Stockholm: Regeringskansliet. (Prop. 2002/03:107)

Finansinspektionen. 2013. *Bankernas räntor och utlåning*. Stockholm: Finansinspektionen.

Goodfriend, M., & King, M., 2016. *Utvärdering av riksbankens penningpolitik 2010 – 2015*. Stockholm: Riksdagstryckeriet.

Lundström, S., & Nordlund, B. 2011. *Riksbankens utredning om risken på den svenska bostadsmarknaden*, Stockholm: Sveriges Riksbank. s. 365-408.

Marklund, L. (red). 2015. *Den svenska finansmarknaden*. Stockholm: Sveriges Riksbank.

Niemeyer, J. 2016. *Basel III – Vad och varför?* Penning och valutapolitik 16:1. Stockholm: Sveriges riksbank.

Nyberg, L. 2006. *Riksbanken och fastighetsmarknaden*. Sveriges Riksbank. Anförande Kristianstad 2006-11-06.

Olsson, M. 2015. Vem köper obligationer med negativ ränta?. *I huvudet på en kapitalförvaltare*, 29 jan. Stockholm: Swedbank

PWC. 2016. Riskpremiestudien. PWC Sweden.

PWC. 2015. Africa: A Closer look at value, Valuation methodology survey. PWC South Africa

Riksbanken. 2016. *Finansiell stabilitet 2016:2*. Stockholm: Sveriges Riksbank:.

Standard & Poor's. 2016, *S&P Global Ratings definitions*, Standard & Poor's.

Swedbank. 2016, *Overview of the preference share markets*, Swedbank. Stockholm

Internetkällor

Balder, 2017. Kort och gott om Balder.
<http://www.balder.se/Om-Balder/Kort-och-gott-om-Balder> [Hämtad 2017-02-03]

Bolagsverket. 2017. Aktieslag
<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/aktier/aktieslag-1.3163> [hämtad 2017-02-01]

Castellum. 2017. Om Castellum.
<https://www.castellum.se/om-castellum/om-castellum/> [Hämtad 2017-02-03]

Ekonomifakta, 2017. Skattesatser.
<http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Skatter/Skatt-pa-foretagande-och-kapital/Bolagsskatt/> [Hämtad 2016-12-12]

Niesen. M, & M'barki. A. 2017. *Focus Basel IV – Capital requirements*.
<http://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/basel-iv/capital-requirements.html#8> [Hämtad 2017-02-05]

Moody's. 2016. *Moody's rating system*. Moody's.
<https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Moody's%20Rating%20System.pdf> [Hämtad 2017-02-10]

Sveriges Riksbank, 2017. Svenska Marknadsräntor
<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Forklaring-till-serierna/Svenska-marknadsrantor/> [Hämtad 2017-04-03]

Sagax, 2017. Om Sagax
<http://www.sagax.se/sv/Om-Sagax/> [Hämtad 2017-02-02]

Wihlborgs, 2017, Om oss.

<https://www.wihlborgs.se/sv/om-oss/> [Hämtad 2017-02-02]

Intervjuer

Cederholm, Jesper, institutional equity sales - ABG Sundal colliers AB

Danielsson, Ulrika, CFO – Castellum AB

Helgstrand, Claes, VD – Svensk fastighetsfinansiering AB

Liepe, Arvid, CFO – Wihlborgs fastigheter AB

Mindus, David, VD – Sagax AB

Nirup, Joakim, National Director, debt & financial advisory – JLL Sweden AB

Sandberg, Albin, Analytiker – Handelsbanken capital markets

Selin, Erik, VD – Balder fastighets AB

Thor, Sverrir, Journalist – Fastighetsnytt

Årsredovisningar

Balder årsredovisning 2006-2015

Castellum årsredovisning 2006-2015

Sagax årsredovisning 2006-2015

Wihlborgs årsredovisning 2006-2015

Bilagor

Bilaga 1 – Intervju med Arvid Liepe – Wihlborgs

Hur ser ni på den allmänna tillgången av finansiering idag?

God tillgång, tillgången från bank var nog ännu bättre för 1-2 år sedan men skulle fortsatt säga att tillgången på kapital är god. I kapitalmarknaden är tillgången god.

Hur ser ni på tillgången till följande alternativa finansieringsformer?

Traditionell finansiering via bank

Bra, vi jobbar nästan med alla de lokala och regionala bankerna och vi sprider ut våra lån där åtminstone halvjämt, för att en och samma bank skulle inte vilja ha hela risken ensamt på oss. Det ligger både i vårt och bankernas intresse att vi har en fungerande relation med hela gänget.

Obligationer – Säkerställda och Icke-säkerställda

Bra på båda, vår huvuddel av finansieringen är via bank men vi är aktiva på företagsobligationsmarknaden också. Dels via eget MTN program och dels via delägda SFF.

Fredrik – Just er storlek är intressant hur påverkar den?

Vi är väl för att vara riktigt attraktiva på obligationsmarknaden lite för små men tillräckligt stora för att få uppmärksamhet. Det är klart att SFFs upplägg är intressant då det ges en kritisk massa eftersom att den svenska företagsobligationsmarknaden domineras av icke-säkerställda. Då blir det såklart intressant för oss då tjänsten är ganska unik vilket ger en poäng för oss att tillsammans med 4 andra bolag få upp volymen.

Hur ser tillgången ut på preferensaktier?

Det skulle säkert vara möjligt för oss att emittera preferensaktier men vi har känt att vi har haft god tillgång via bankmarknaden och på senare år också via kapitalmarknaden. Vi känner också att vi har klarat av den tillväxt vi önskat på vår marknad utan att behöva stärka det egna kapitalet. Vi har haft en tillräckligt god

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

intjäning för att kunna växa av egen kraft och i och med det blir preferensaktier för oss snarare dyra lån istället för billigt eget kapital. Båda synsätten är relevanta men med andra faktorerna så blir det för oss dyra lån.

Jag kan förstå logiken i att använda preferensaktier men i något läge förskjuter man risken mellan preferensaktieägarna och stamaktieägarna. Var går brytpunkten när det inte är i stamaktieägarnas intresse längre?

Hur ser tillgången ut på eget kapital?

Vi fick vår nuvarande form 2005 när vi separerades från Fabege, sedan dess har vi inte tagit in eget kapital. Vi får ibland frågan och signaler från institutionella investerare att det skulle finnas intresse för att teckna aktier om vi skulle göra en nyemission för en större investering eller liknande. Kan vi växa utan att ta in eget kapital emitterar vi inte.

Tillgången på förvärvsmöjligheter?

Senaste åren har det varit lite svårare på den svenska marknaden, vi finns i Malmö, Lund och Helsingborg samt Köpenhamn och de senaste stora förvärven vi har gjort har varit i Köpenhamn. Det har varit svårt att matcha priset i Sverige på ett antal fastigheter. Transaktionsvärderingarna i Sverige är historiskt höga och det underlättar inte direkt om vi vill göra en god affär.

Hur har ni valt att motivera ert val av kapitalstruktur?

Det är en trade-off mellan finansiell stabilitet och tillväxt. Vi har egentligen tittat på vilken typ av fastigheter vi ägnar oss åt och hur de fungerar rent ekonomiskt, vilken marknad verkar vi på? Hur är volatiliteten och tillväxten? Vilken tillväxt kan vi själva nå på de geografiska marknaderna där vi valt att vara? Sen har vi satt tre finansiella mål med soliditet på minst 30 %, räntetäckningsgrad på minst 2 och belåningsgrad på max 60%. Med den intjäning vi har idag och kan förvänta oss att ha, vilken tillväxt kan vi då klara av och hur ser vi på balansen mellan att kunna växa och ändå vara en stabil motpart finansiellt mot banker, kapitalmarknader och andra intressenter.

På vilket sätt har tillgången till finansiering förändrats historiskt?

Tillgången har varit god hela tiden, senast de va tufft var 2008-2009. Wihlborgs erfarenhet var att vi hade tillgång hela vägen och det blev ingen squeeze för oss men

såklart gick kostnaden upp jämfört med 2007. Likviditetsmässigt blev det aldrig något stort problem. Vi hade jobbat med i ett stort antal banker då och har jobbat med i princip samma banker sedan dess. Det är klart att den relationen spelar roll. Jag tror att kapitalmarknaden är flyktigare. Har du otur med timing så kan det vara så att kapitalmarknaden inte överhuvudtaget finns. Min uppfattning är att det är en större risk i att finansiera sig via kapitalmarknaden jämfört med bilaterala bankavtal.

Värderar ni preferensaktier som skuld eller eget kapital?

Skuld, men det finns såklart bolag där det är bra. Om man har en lite svagare balansräkning och det dyker upp en bra investering så kan jag absolut se logiken i att stärka upp sin balansräkning med preferensaktier för att kunna ta vara på den tillväxtpotentialen. Analytiker kollar på villkoren och brukar vanligtvis dela upp det som skuld och equity, teorier om hur och varför finns det säkert gott om. Klart och tydligt vilka villkor som gäller så ska det inte vara några problem.

Hur skulle du vilja att er kapitalstruktur ser ut den kommande tiden?

Nyckeltalsmässigt så ligger vi en god bit starkare än våra egna satta gränsvärden och det tycker jag känns bra i dagens marknad och vi har ändå värderingsyielder som är låga, dvs höga värderingar. Vi har haft en god hyresutveckling på de marknaderna där vi finns, långt från Stockholm men trots allt positivt. En kombination av de två parametrarna ger oss att vi inte ska stretcha nyckeltalen nu utan nu ska vi snarare ha lite marginal och det är något vi har. Det känner vi oss komfortabla med.

Finansiella risker

Hur ser ni på risker med olika typer av finansiering? (banklån, säkerställda obligationer, icke-säkerställda obligationer, preferensaktier, eget kapital)

Den värsta risken är likviditetsrisken, tappar vi likviditet går vi i konkurs. Det är så enkelt. Den kan man dock se separat från ränterisken men ränterisken kan vara lika illa men den driver en inte kortsiktigt i konkurs. Det finns såklart valutarisker, motpartsrisk osv men det är inte det som håller en sömnlös. Kapitalmarknaden är såklart en sämre medspelare när det gäller likviditetsrisken än jämfört med bilaterala bankavtal. Eget kapital är såklart riskfyllt på liknande sätt då det kräver en motpart

som tar teckning i en emission. Primärt likviditetsrisk och sekundärt ränterisk är mest i fokus.

Hur ser motpartsrisken ut i Danmark jämfört med Sverige?

Helt annat affärsklimat i Danmark än i Sverige och som vi ser det för att kunna vara framgångsrik i Danmark så måste vi ha en organisation på plats i Danmark och det har vi haft sedan 1996. Vi jobbar på samma sätt i Danmark som i Sverige, våra fastigheter tar vi hand om med egen personal så långt vi kan.

Hur arbetar ni med dessa risker?

Likviditetsrisk handlar om att aktivt vårda relationerna med de stora bankerna. Svårt att sätta fingret på hur men det jobbar vi aktivt med. Vi har ökat vår andel finansiering via kapitalmarknaden, för att det är bättre att ha fler källor till kapital än färre. Där kan vi säkert ta ytterligare steg att öka den andelen en del.

Innan finanskrisen 2008 hade vi en kort räntebindning och vi har därefter av två olika skäl förlängt räntebindningen. Innan hade vi ett par stängningsbara ränteswappar där förväntningarna var att de skulle bli stängda av banken men så kom krisen och sjunkande räntor. Vi har efter krisen gått in i ett antal ränteswappar som vi ansett vara attraktiva för ränterisken. Vi lånar huvudsakligen rörligt och backar upp det med ränteportföljen. Vi har skulder på 17,5 miljard och vi har räntederivat på 9,5 miljard.

På vilket sätt spelar belåningsgraden in vid valet av finansiering?

Om man lånar i bank kräver banken säkerhet och det förhandlas per avtal. Ungefär samma sak gäller säkerställda obligationer och icke-säkerställda är helt fria den aspekten. I projektutvecklingen vi driver finansierar vi själva då byggkreditiv är för dyrt. Vi jobbar med hög belåningsgrad i de individuella bankavtalen, ca 65 %, vilket gör att vi kan självfinansiera projekten och ändå ligga på under 60 % belåning i koncernen.

Det handlar om trade-off om att kunna växa och vad fungerar för våra finansiärer.

Balder har genomgått ratingprocessen, hur tänker ni där?

Det är en svår fråga, vi har naturligtvis haft dialog med ratinginstitut för att reda ut vad det innebär. Hitintills har vi känt att vi inte haft ett starkt behov av det då det både är tidskrävande och kostsamt. Marknaden är föränderlig och i somras gick ett EU-institutet ut och förbjöd skugg-rating som har varit ett fungerande system. Om det skulle bli så att det är en förutsättning för att låna så får vi kolla på det men det har idag inte varit värt kostnaden.

Vad är er ställning till de låga direktavkastningskraven som idag råder på den kommersiella fastighetsmarknaden?

Det är svårt att köpa. Vi köper hellre än vi säljer och de senaste 14 månaderna har vi köpt några stora bestånd i Danmark där avkastningen varit betydligt bättre än i Sverige. Vi har i Sverige sålt mer än vi brukar för att vi hela tiden jobbar med att förbättra den totala portföljen.

Banker

På vilket sätt påverkas er finansiering av er relation till bankerna?

Vi har kontinuerlig dialog med bankerna för att det är viktigt att de förstår och vet vad vi gör och varför vi gör det. Plötsligt dyker det upp investeringsmöjligheter och ju närmare vi är banken desto lättare är det att processa en kreditförfrågan om en transaktion dyker upp. Det är en kontinuerlig dialog för att hålla bra relationer.

Personspecifika relationer?

Vi ser gärna att vi har kundansvariga med lokalförankring. En av bankerna flyttade en kundansvarig från Malmö till Stockholm och det tyckte vi var negativt. Vår bankrelation ska förstå vilken miljö vi jobbar i, vi har 2100 hyreskontrakt och är på så sätt exponerade mot hela näringslivet och organisationer osv och därför är det viktigt att banken har en lokal förankring och förstår miljön i de geografier vi finns. Vi är även beroende av politik och andra faktorer och det kanske inte en bankman i Stockholm har full koll på. Därför ser vi gärna att kundansvaret är lokalt.

Hur har ni påverkats av Basel III regleringen av bankerna?

De höjer marginalerna. De har haft Basel III som argument för det. Vi haft tre år av succesivt sjunkande marginaler och nu har de varit succesivt uppåtgående trend.

Vilka effekter tror du att en eventuell Basel IV reglering kommer ha på er?

Återigen blir det mer betalt på marginalen.

Verksamhet

Vad använder ni för avkastningskrav på eget kapital i investeringar och varför just denna siffra?

Vi kollar på avkastning på investerat kapital i respektive projekt. Om vi tittar nybyggnadsprojekt så finns det inte en avkastning som är ”ok” och att vi utgår därifrån. Projekten bedöms individuellt. Om vi tittar på de senaste åren så genererar investeringarna ungefär 6% direktavkastning. En räntekostnad om 2,8% och en belåningsgrad om ca 60%. Avkastningen på eget kapital störs av värdeförändringar i beståndet. Fastighetsbranschen präglas av att man tittar på direktavkastningen i investeringen.

Utdelningsmässigt, är det finansierat via kassa eller på annat sätt?

Vi delar ut 50% av förvaltningsresultatet belastat med 22% skatt + realiserade försäljningsvinster och i lite grova termer så kan vi säga att vi sällan har en kassa. Vi vill ligga på noll då det är dyrt att ligga med pengar. Vi har stora låneskulder och när utdelningen ska betalas så drar vi antingen på kreditfaciliteter eller så får vi utöka kreditfaciliteter men om vi har ett förvaltningsresultat på 1 miljard och vi investerar 1 miljard så innebär det att om vi ska betala utdelning på 400mkr så blir lånebehovet det året 400mkr. Man skulle kunna beskriva det som att vi lånar till utdelningen men pengar är pengar.

Bilaga 2 – Intervju med David Mindus – Sagax

Hur ser den allmänna tillgången på kapital ut idag?

Generellt sätt kan man säga att man har en väldigt expansiv penningpolitik, så pratar man marknaden i stort är tillgången mycket god. Man måste dela upp tillgången i olika undersegment för frågan eftersom tillgången på kapital i high-yield obligationer inte nödvändigtvis behöver vara samma sak som utbud och efterfrågan på public equity eller private equity osv. Sammanfattat kan man säga att tillgången är väldigt god eftersom man har en expansiv penningpolitik.

Hur ser tillgången på bankfinansiering ut idag?

Min uppfattning är att vi har god tillgång på bankfinansiering och min analys kring det är, att det som har hänt de senaste åren är att de absolut bästa låntagarna har migrerat till obligationsmarknaden och det innebär att bolag som Sagax som inte tillhör den kategorin under de bästa låntagarna, flyttas upp i rankingsystemet. Ett exempel är att bolag som Hemsö som för några år sedan lånade mycket i bank och som nu kanske finansierar sig till 10-20 % i bank och resten i obligationsmarknaden eftersom de har väldigt stark kreditprofil. Det innebär att banken får tillbaka mycket kapital av sina bästa låntagare och det kapitalet måste återinvesteras och då tittar man längre ner i kundregistret. Där hittar bankerna då företag som är väletablerade men om inte har samma tillgång till finansiering och då väljer man att investera i dem.

Hur ser tillgången på obligationer ut idag?

Säkerställda är väldigt ovanliga på den svenska marknaden. De får helt enkelt väldigt litet genomslag i prissättningen.

Det är definitivt svårare att få tillgång till obligationslån om man tillhör fastighetsgrupp två vilken Sagax tillhör. Man måste tänka på obligationsmarknaden uppdelad i huvudsakliga kategorier, den ena gruppen är så kallade investment grade-bolag vilket är bolag som har publik rating (Moody's, S&P eller Fitch) och de har en kreditklass som är BBB- eller bättre och de bolagen har en särställning i obligationsmarknaden därför att de allra flesta obligationsinvesteringarna har i sina mandat ett fokus på investment grade. Det är en relativt lite del som investerar i non-investment grade eller high-yield. Sagax är inte ett investment grade-bolag utan ligger under BBB- i riskprofil och det hänger ihop med två huvudsakliga parametrar om man tänker sig två axlar som man ska mäta det här på. De är då affärsrisk och finansiell risk. Affärsrisk sjunker när bolagen blir större och därmed flyttas man upp automatiskt och får bättre rating. Ratingen är alltså storleksrelaterad. I vårt fall där vi har ungefär 20 miljarder i tillgångar vilket anses vara ett relativt litet fastighetsbolag internationellt sett riktas obligationerna främst mot high-yield investeringarna. Dessa

investerare är ofta ganska flödesstyrda dvs. deras in- och uttag ur fonder har ofta högre betydelse för prissättningen än låntagarens finansiella risk.

Hur går tankarna kring investment grade-rating?

Sagax har sagt att över tiden är det något man måste uppnå och det hänger ihop med två saker. Dels så i takt med att bolagen blir större ökar deras upplåningsbehov i absoluta tal och tar man riktigt stora företag som t.ex. Vasakronan är min bedömning att det är väldigt svårt för dem att belåna sig genom banksystemet då det blir för stort enmansengagemang. Ju större bolaget blir ju mer självklart blir finansiering genom obligationsmarknaden. Blir obligationer det självklara alternativet för finansiering måste man möta vissa krav som obligationsinvesterarna ställer och där ingår att ha en investment-grade.

Hur ser tillgången ut på preferensaktier i dagsläget?

Nuvarande förutsättningarna är sämre än vad de har varit historiskt. Preferensaktierna styrs mycket av det allmänna ränteläget, vad man tror om ränteläget och hur emittentens finansiella profil utvecklas. Utifrån Sagax skulle vi behöva erbjuda högre avkastning i dagsläget jämfört med vad vi skulle gjort för ett och ett halvt år sedan men det hänger ihop med allmänna ränteuppgången.

Hur ser tillgången på eget kapital ut idag?

Sagax D-aktie är väldigt lik en preferensaktie men preferensaktien klassificeras annorlunda rating-mässigt. Gällande vanliga stamaktier så kan man se att kursutvecklingen är svagare för branschen som helhet och det uttrycker på ett bra sätt att investerarna är lite mer försiktiga än vad de var för några månader sedan. Samtidigt så under 2016 emitterade bolagen väldigt mycket eget kapital och det är en indikation på att tillgången till eget kapital är god.

Hur tänker ni utifrån kapitalstruktur?

Vi utgår ifrån tillgångarnas avkastningsprofil och våra tillgångar har en utpräglad kassaflödesorienterad profil. Alltså, den huvudsakliga avkastningen kommer i form av löpande avkastning. Det gör att vi kan tillåta oss själva att en relativt hög räntebärande skuld i förhållande till tillgångarnas värde. Begränsningen uppåt är vad vi upplever att investerarna anser är en lämplig risknivå.

Hur har kapitalstrukturen förändrats historiskt?

Väldigt schematiskt kan man säga att bankfinansieringen har gått ner i belåningsgrad och obligationsmarknaden har gått från obefintlig till ett betydande inslag. Sagax var först ut med preferensaktier 2006 i modern tid och nu kan man konstatera att det är en väletablerad marknad så den marknaden har utvecklats kraftigt.

Ser du preferensaktier som skuld eller eget kapital?

Den frågan kan man fundera på utifrån tre perspektiv. Det ena är vad det är civilrättsligt vilket pekar på att det är eget kapital, det andra är hur man ser på det utifrån ett redovisningsperspektiv och då är det eget kapital och det tredje sättet är hur man ser på det utifrån ett ratingperspektiv. Då kan det variera beroende på utformningen av preferensaktierna. De kan då klassificeras som noll procent, 50 procent eller 100 procent eget kapital. Hur det klassificeras beror på flera olika ratingkriterier. Ur vårt perspektiv som ledning i bolaget så tycker vi att preferensaktierna är eget kapital.

Hur gick tankarna 2006?

Det som det handlar om är att koncentrera vinsten till så få aktier du kan samtidigt som du vill göra det utan att skruva upp risknivån till ohanterliga nivåer. Då kom vi fram till att ett bra sätt att göra det på är att sälja dagens vinst och behålla framtidens vinst, dvs. du ger ut ett instrument som har hög direktavkastning men ingen del av uppsida. Investerare får då tillgång till hög andel av dagens vinst men ingen andel av värdet förändring, hyrestillväxt eller bolagets tillväxt och det tilltalar vissa investerare som vill ha pengar här och nu. Vi visste samtidigt att det fanns ett annat investerarkollektiv som inte var intresserat av pengar här och nu utan av potentialen av mycket pengar sen. Det finns ett arbitrage mellan de här två investerarkategorierna kan man säga.

Hur tror du kapitalstrukturen kommer förändras de kommande åren?

Svaret på den frågan beror på investeringsförutsättningarna och kommer att anpassas efter de marknadsförutsättningar som vi ser. Det kommer följa två olika marknader, dels investerarmarknaden genom bank, obligationer, preferensaktier och eget kapital och dels aktivsidan. För att ta ett exempel kan vi konstatera att priserna är alldeles för höga och att vi inte är intresserade av att investera och att vi tror att det kommer bestå 2017 och 2018. Det vi kommer att göra då är antagligen att lämna tillbaka kapital till aktieägarna så att de kan investera det i någonting annat och tvärtom då om vi tycker att prissättningen känns attraktiv och dessutom på väg ner och då vill vi kapitalisera upp bolaget så att vi kan vara mer offensiva i den investeringsverksamheten.

Vad beror de progressiva finansiella valen på?

Det tror jag har att göra med ägarstrukturen då det är lättare att vara nytänkande och driva utvecklingen om du känner att du har ägarnas stöd för det. Det är väldigt annorlunda om man förvaltar intuitioners pengar, dvs. inte ha någon tydlig huvudägare därför att de kanske inte har det behovet eller intresset att

produktutveckla på det sättet. De vill antagligen inte ha förändring utan förändringarna vill de göra i sin portfölj.

Vilka risker ser du med finansiering?

Om man delar upp det kan man säga att risken för räntebärandeinstrument består av två saker, dels att man inte kan fullgöra det löpande betalningsåtagandet, dvs. ränta och i vissa fall amortering. Den ytterligare risken är den att inte kunna fullgöra betalning när lånet eller obligationen förfaller till betalning. Om man först adresserar betalningskapaciteten är det något du kanske mäter i funktion av din räntetäckningsgrad och så länge den överstiger vissa nivåer är vi komfortabla med den upplåningen och då behöver vi inte fundera så mycket mer på det. Istället kan vi då fokusera på att kunna hantera refinansiering på ett bra sätt och det sätt och det bästa sättet att adressera det är att efter vår bedömning, göra det med god framförhållning. Om du har god framförhållning kan du alltid hitta andra alternativ. Om man inte har det kan man utsätta ägarna för finansiell stress. Summerat är det så vi ser på risk gällande räntebärande instrument. Vad gäller eget kapital i olika former är frågan framförallt en priskrisk, dvs. att man spär ut ägarna i fel marknadsläge. Det är lätt att komma till slutsatsen att eget kapital är riskfritt men har man den inställningen anser man implicit att ägarnas avkastning är betydelselös. Ger man ut aktier till andra än de befintliga ägarna betalar man i form av två delar, dels betalar man i form av en andel i den befintliga verksamheten men framförallt betalar man med en andel av den framtida tillväxten och det innebär att man måste växa proportionellt sätt med efter att ha gett ut aktier. Ett sådant beslut måste man ha resonerat igenom och känna sig tryggt i att man kan åstadkomma det. Det är samtidigt svaret på hur vi arbetar med de här riskerna.

Hur är förhållandet mellan affärsrisk och finansiell risk?

Vår bedömning är att vi har ganska låg affärsrisk och det beror på att huvudsakliga andelen av vår avkastning kommer i form av löpande avkastning. Vår bild är att ju större andel av din avkastning som kommer i form av framtida vinster i form av värdetillväxt, desto högre risk har du. Vår bedömning är att risken är låg i verksamheten och därför vågar vi ta på oss mer finansiell risk. Det man kan tänka på är att riskfri avkastning är noll eller negativ just nu så söker man avkastning måste man vara villig att utsätta sig för någon form av risk och då har du olika typer av risk du kan utsätta dig för som t.ex. affärsrisk, finansieringsrisk och operationell risk. Det gäller bara att botten i den risk man tror är lämplig för just den verksamheten.

Hur tänker ni gällande belåningsgrad?

Just nu styr vi mer mot ratingkriterierna vad det gäller belåningsgrader och det är ett ganska långsiktigt arbete och det finns då vissa maxnivåer man inte får överstiga. Det

spelar då ingen roll om vi skulle kunna låna mer eftersom vi behöver justera det inom ett par år. Vi strävar mot den högsta tillåtna belåningsgraden och den är lägre än vad bankerna tillåter gällande rating.

Hur ser du på de rådande direktavkastningskraven?

Är man nettoinvesterare är du mest gynnad av låga priser och låga direktavkastningskrav. Det långsiktiga målet spelar stor roll. Sagax är ett tillväxtbolag och därmed är vi mer gynnade av låga priser. Generellt sätt är det just nu väldigt svårt att hitta investeringsprojekt.

Har ni bra relation till banker?

Vi har väldigt bra relationer med bankerna och arbetar aktivt med att hela tiden bredda antalet aktiva bankrelationer. Det är inte så mycket en riskfråga utan snarare att olika banker har olika investeringspreferenser. Vissa är till exempel intresserade av att investera i Stockholm, andra att ha starka kassaflöden och de tredje kanske är intresserade att ha lite högre marginal osv. Det är viktigt att ha många relationer.

Vad för effekter har Basel III haft på fastighetsmarknaden?

Vi har märkt väldigt liten påverkan. Generellt sätt kan man säga att marginalerna har gått upp efter finanskrisen men de har också gått ner något efteråt. Sammantaget ligger marginalerna på lite högre nivåer än innan finanskrisen.

Vilka effekter följer med Basel IV?

Basel IV är inget som har diskuterats av oss.

Vad jobbar ni med för avkastningskrav?

Vi har ett generellt avkastningskrav på eget kapital på 15 % och det är ett finansiellt mål som är till för aktieägarna. Avkastningen vi har på eget kapital varierar mycket beroende på hur vi upplever risken i investeringen så vi kan vara ganska nöjda med att göra en investering som ger 9 % avkastning på eget kapital om vi tycker att risken är väldigt bra. Ambitionen är att portföljen som helhet ska hålla 15 % i avkastning. Det som avgör investeringarna är risken.

Bilaga 3 – Intervju med Erik Selin - Balder

Hur ser ni på den allmänna tillgången av finansiering idag?

Väldigt bra.

Traditionell finansiering via bank

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Väldigt bra, alla finansieringskällor är extremt bra. Jag tror knappt de har varit bättre, inte som jag varit med om i alla fall. Jag talar ur vårt perspektiv. Det är en väldigt individuell fråga. Det finns de som får nej och sen finns det de som bankerna kastar pengar efter.

Finansiering är en fråga om 1) förtroende och 2) vilken typ av säkerhet som banken får, har du 1000 låntagare får du 1000 säkerheter.

Obligationer – Säkerställda och Icke-säkerställda

Det är en väldigt god tillgång på både säkerställda och icke-säkerställda obligationer.

Ni har precis fått rating av Moodys, är det något ni strävat efter?

Nej, det var en process vi initierade bara för någon månad sedan. Vi hade ett dotterbolag i Finland som kör med rating och det var lite konstigt att ha ett dotterbolag som har rating men inte en rating på moderbolaget.

Eftersom att vi har verksamhet i Finland och Danmark så är det Euro som gäller. Om man ska göra finansiering i Euro så måste man ha en officiell rating, i Sverige kan man göra en rating ändå. Men om man vill göra finansiering i typ Frankrike eller Tyskland så måste man ha rating.

Ni vill komma åt utländska investerare alltså?

Ja för oss kan det vara bra att ställa ut eurolån eftersom att vi annars måste hantera valutaexponeringen mot eget kapital. Man kan ta eurolån i svenska banker men det är intressant att ha alternativet att göra obligationer i Euro på den stora marknaden. Utan en riktig rating kan man inte göra det och när man har officiell rating får man bra priser på en jättemarknad.

När bolag kommer upp i en viss storleksordning så flyttar de sin huvudfinansiering från banken till obligationsmarknaden, är det något ni har strävat efter?

Inte än så länge. Det är inget vi tänkt på men i förlängningen lär det bli så.

Preferensaktier/eget kapital

Det är lite dyrare idag än att göra det innan eftersom att yelden har gått upp. Det är lite dyrare än när det var som billigast. Vi kör alltid bemyndigande på stämman för att emittera och återköpa både stam och pref. För att ha flexibilitet i alla ändrar. Det är vettigt att ha mandat med vårt system med flertalet aktieslag.

Hur har ni valt att motivera er kapitalstruktur?

Jag försöker bara göra så bra jag kan hela tiden, ett rörligt mål. Vad som är bra och inte. Till exempel med preferensaktierna, villkoren rör på sig och det är bra ena stunden och i nästa stund är något annat bra. Alla kapitalkällorna, stamaktier, preferensaktier, säkerställda och icke-säkerställda bonds och banklån, jag försöker ta allt och så tar jag det som jag tycker är bäst för helheten hela tiden. Så jag gör i alla fall, Det är väldigt enkelt och bra och vi har inte någon förutbestämd uppfattning om någonting, det är ingen idé. Vi har ingen affärsplan och budget heller.

När ni emitterade er preferensaktie 2011, hur gick er tanke på?

Jag ville ha eget kapital för att göra investeringar och då finns valet mellan att emittera stamaktier och preferensaktier. 2011 handlades vår stamaktie till väldigt stor rabatt och jag kände att jag inte ville späda ut aktieägarna om aktien är rabatterad. Då fanns valet med preferensaktier eller avstå från affärer men jag gjorde bedömningen att stamaktieägarna skulle tjäna på att vi ger ut en preferensaktie. Mitt jobb är att öka värdet på stamaktien, varje stamaktie ska bli värd så mycket som möjligt över tid. Emitterar du en preferensaktie på 7% som är vårt snitt så är det inte konstigt att du kan förränta eget kapital med 7%, gör du det får stamaktieägarna överskjutande, förräntar du mindre så får stamaktieägarna skjuta till med pengar istället. Det är ett väldigt enkelt val. Om du tror att du förräntar över 7 procent på eget kapital så ska du göra det, annars ska du avstå. Om alternativet är stamaktie och den handlas till 30-40 procent rabatt så ska det mycket till för att man ska kunna förklara vad man håller på med när man ska späda ut aktieägarna till rabatt, då är det bättre att göra ingenting. På senare tid har vi istället emitterat stamaktie med premie. Då är det en bra investering om man emitterar till premie, då blir varje stamaktie värd mer efter transaktionen än före. Det är inte krångligare än så.

Hur har du upplevt tillgången till finansiering historiskt?

Det har alltid varit väldigt bra tillgång till finansiering med undantag för två kvartal när det var som värst, 2008-2009 när Lehman small. Kanske ett halvår omkring kraschen. Då var det väldigt tufft, det var väldigt svårt att göra nya krediter och nya affärer. Det man hade var det inga problem med. Om man räknar bort den perioden har det aldrig varit problem med någon typ av finansiering. Vissa instrument kommer av storlek. Vi har inte haft certifikatprogram innan 2011 heller. Listade bolag har lättare för att göra obligationer och certifikat. Jag har alltid jobbat som så sen när jag började för 25 år sedan att om affären är rätt så hittar man finansiering till den. Än affären fel är det ofta svårt att få finansiering.

Det gäller i alla affärer, om man köper aktier, fastigheter, eller skog. Du behöver veta varför du köper och kunna förklara det och vara trovärdig, då får du normalt sett

finansiering. Du måste uppföra dig som kund och ha rätt underliggande affär, det är trovärdighet och panten som är viktigast. Det är lite olika från bank till bank. Vissa är väldigt mycket trovärdighet medan vissa banker prioriterar panten. Det är lite olika strategi i bankerna.

Värderar du preferensaktier som skuld eller eget kapital?

Eget kapital

Det råder lite delade meningar om det, hur resonerar du där?

Jag tycker Eget kapital. Moodys och S&P gör annorlunda, 50/50 brukar de göra. Handelsbanken som gör bottenlån anser preferensaktier som eget kapital för i deras bok blir det eget kapital. Om man gör en obligation utan säkerhet så kan man fundera på om preferensaktien är eget kapital eller inte. Rating institutet gör kreditvärderingen på bolagets pant och då preferensaktien snarare kostar bolaget pengar än tillför säkerhet så brukar den ses som skuld. Om ett bolag går dåligt eller är på väg mot obestånd, då blir preferensaktien väldigt mycket eget kapital karaktär. Men ett väldigt solitt bolag som man garanterat vet kommer betala sin preferensutdelning så blir den mer skuldlik.

Hur vill du att Er kapitalstruktur ser ut den kommande tiden?

Vi har inga exakta mål med vår kapitalstruktur. Vi gör det som är rationellt och det som vi tror är bra hela tiden. Jag tror att vi kommer gå mot starkare balansräkning och det har vi gjort under några år. Jag tror att den trenden kommer fortsätta för att då kan vi få högre rating. Det krävs inte jättemycket för att vi ska få det, idag Baa3. Om vi kommer till Baa2 kanske vi sparar 30 punkter i obligationsmarknaden och med 50 miljarder i lån så är 30 punkter 150 miljoner. Det är vinst rakt av. Ska vi tjäna mer pengar med högre belåning ska vi först ha de 150 miljonerna sen ska vi tjäna in utöver det. Då finns det chans för mer risk och kanske oförändrad intjäning. Jag gissar därför vi kommer gå ner i belåning, men det är ingenting vi behöver.

Hur anser du att ditt starka ägande påverkar finansieringen?

Det är olika beroende på finansiären. Det har varit väldigt bra i banksystemet. De flesta vanliga bankerna vill gärna att det finns en ägare som man känner och litar på. Är man ett starkt bolag med bra säkerhet så uppfyller man alla kraven från banken. Moodys ser det däremot som en svaghet på grund av att man kan misstänka ett en huvudägare, om det går dåligt, kanske inte kan delta i en nyemission och därför inte gör en nyemission och sätter därför det som en svagt negativ parameter. Däremot så är modellerna från ratinginstitutet lite snäva då de har en globalmodell som kanske inte alltid stämmer överens med verkligheten.

Hur ser du på riskerna med olika typer av finansiering? Rangordna

Obligationer är farliga i sådana fall. Den marknaden kan utsättas för likviditetsrisk och med stora fall kan du inte emittera nya. Emissionerna har varit goda men den marknaden kan också torka och då emitterar vi inte. Vi ska inte späda ut aktieägarna om det inte är lönsamt. Vanliga banklån är väldigt safe.

Hur bedömer du den finansiella risken i förhållande till andra risker i er verksamhet?

Den risken som skulle kunna finnas är om man har väldigt mycket obligationer och saknar backup. Att banklån skulle försvinna är extremt låg risk, det har inte hänt hitintills. Det är kanske om man har väldigt mycket obligationer och inte tar höjd för det men normalt sätt tar man inte så mycket obligationer att det blir en risk. Konjunkturen är en annan risk. Om det blir väldigt dålig konjunktur.

Hur spelar belåningsgraden in vid valet av finansiering?

Valet av finansiering avgör belåningsgraden. Vi har inget mål med belåningsgraden. För att få investment grade-rating krävs en viss belåningsgrad. Det enda som händer är att man får en sämre rating och därmed mycket dyrare obligationer om det är obligationer man vill göra. Det finns ingen poäng att ha en rating om det inte är en bra rating. Ska man ha en rating tycker jag att man ska ha investment grade och då är belåningsgraden en av flera olika parametrar som spelar roll. Vi kollar inte specifikt på belåningsgraden. När vi köper blir det automatiskt 100 procent belånat direkt. Sen över tid har bolaget en annan belåningsgrad. Undantag är om vi gör en väldigt stor affär, vi köpte till exempel fastigheterna av Hedin Bil och då ville vi inte bara ta skuld, eftersom att vi höll på med ratingen då och då ville vi inte påverka belåningsgraden med hela affären. Men i den löpande verksamheten tittar vi inte specifikt på belåningsgraden.

Vad är din inställning till de låga direktavkastningskraven på den kommersiella fastighetsmarknaden?

Det är tråkigt, det är bättre om de är högre. Vi vill ha hög avkastning, eller hur? Vi investerar inte så mycket eftersom att det är så låg avkastning. Det blir lägre aktivitet, vi är inte alls lika alerta på grund av de låga direktavkastningskraven.

Hur ser er relation till bankerna? Har ni ändrat antalet banker och relation till dessa?

Jag tror inte vi har ändrat något de senaste 10 åren. I stort sett har vi alltid haft alla banker, de har haft olika stor andel av vår finansiering men sedan 1992 har alla förutom SEB varit största enskilda finansiär för oss. Bankrelationer är det viktigaste du har, jag ser det som äktenskap och har alltid gjort det. Mitt mål har alltid varit att

aldrig lämna någon bank. Det har alltid varit mina bästa vänner. Våra bankrelationer har påverkat vår verksamhet positivt. Ibland känner man sig som den enda nöjda bankkunden i Sverige. Bra finansiering är helt avgörande i min business, Annars måste man ha pengar och var ska man få det ifrån? Jag började mer 100% lån. Jag tycker det är väldigt roligt att träffa bankerna, det är inte betungande alls, det är bara kul. De har hjälpt mig i olika länder också. De har ingen dold agenda, de hjälper gärna till. Frågar man en expert eller konsult så har de en agenda att du ska bli kund. Om en bank säger att affären är bra och vill finansiera den så hjälper de gladeligen till.

Har du märkt av Basel III?

Nej, inte mycket men vi vet heller inte hur det hade varit istället. Det är ingen som vet.

Nu pratar man om Basel IV, det är riskviktsgolvet och andra dumheter. Det direkt motverkar det som de vill uppnå. Det uppmuntrar bankerna att ta mer risk. Politikerna tror att det leder till mindre risk men det kommer i själva verket bli raka motsatsen.

Bilaga 4 – Intervju med Joakim Nirup - JLL

Hur ser du på den allmänna tillgången av finansiering idag?

Man kan svara lite olika där, man kan svara såhär att det är fortfarande en generell vägg av pengar som finns tillgängliga för finansiering, det ger ett enormt överskott i sparandekvoten och inflödet i pensionssystemet som gör att det fortfarande finns enormt mycket pengar. Men frågan är om denna kanaliseras vidare och resulterar i finansiering. Ja, för stora starka låntagare i fastighetssektorn med bra ägarbild och bra bestånd så har de fortfarande god tillgång till finansiering, Om vi pratar bolag med en inte lika tydlig ägarbild, ett bestånd som finns utanför residensstäder och huvudorter, kanske ett sämre trackrecord eller nystartad så är det betydligt svårare att få finansiering idag, tittar vi på små bolag så är nog bilden i media att det är riktigt svårt att få finansiering via bank.

I storleksordning, ungefär hur mycket fastigheter äger de mindre bolagen?

Det kan vara bolag på ett par 300 miljoner kronor, från 50 till ett par 300 miljoner kronor. Sedan har vi en grupp som ligger mellan 300-1000-1500 miljoner som fortfarande får finansiering men till lite sämre villkor, sedan har vi de större bolagen där det finns en stor skillnad på ägarbild och beståndet gentemot de andra bolagen som fortsatt bra finansiering och det får de nästan alltid.

Det finns en tillit till de stora bolagen då?

Ja precis, de bygger på tillit.

Finansiering via bank är den helt dominerande finansieringskällan för fastighetsbanken. De små och medelstora bolagen har framförallt sin finansiering i bank. Obligationer säkerställda/icke-säkerställda attraherar andra typer av investerare än banken och obligationsmarknaden hade en peak 2014-2015 sen började den vika sommaren 2015 och det vi ser i den marknaden idag är kanske att vi går mot att de stora bolagen i större utsträckning använder marknaden och söker sig även mot en rating – Balder gjorde en rating från Moodys i januari 2017, 4-5 bolag är inne i rating processen hos Moodys. När det gäller säkerställda obligationer så har SFF idag kommit ner ganska mycket i marginal och deras nivåer ser betydligt bättre ut idag än tidigare.

Har SFF ägarbolag en fördel gentemot andra?

Ja, det är en fördel att låna via SFF då det rimligtvis kan ge bättre marginal.

Om vi pratar obligationsfinansiering – det finns 2-3 aktörer i marknaden för obligationer, Vasakronan, Willhem, Hemsö och liknande så är obligationsfinansiering deras huvudsakliga finansieringskälla. Det innebär då att de har en relativt liten del säkerställd upplåning i bankerna, kanske någonstans mellan 20-30 belåningsgrad på fastigheterna. Hemsö emitterade en två-åring med marginal på 52 punkter icke-säkerställd, att jämföra med SFF på 79 punkter. Hemsö lånar alltså billigare med en icke-säkerställd än SFF lånar med en säkerställd. Det har att göra med att Hemsö har en annorlunda ägarbild med pensionskapitalet som ägare och sedan tillhör Hemsö kategorin som har obligationer som sin huvudsakliga finansieringskälla. Obligationsinnehavarna är ganska trygga med att de inte har mer belåning än vad de har i bank. Den kategorin kan inte ha mer än 20-30% LTV på fastigheterna som är säkerställt. Då kan man göra icke-säkerställda som är bättre än vissa säkerställda. De säkerställda ligger då högre upp i belåningen. Den tredje kategorin är Sagax, Corem, Klöver osv som emitterar obligationer som komplement till bankfinansiering, som en topp-finansiering. SBB gjorde en 1,5 åring i slutet av 2016 på 600 mkr med 625 punkter marginal. Klöver gjorde en fyra-åring på omkring 400 punkter. Obligationsmarknaden är delad i det som är icke-säkerställt som huvudfinansiering och det säkerställda som i princip bara är SFF, sedan finns det den icke säkerställda toppfinansieringen som kan handla om mellan 60-62% belåningsgrad. Men den ligger utanför säkerställt och därför efterställt en traditionell bankfinansiering.

Sammanfattningsvis – Ägarbild och mängden säkerställt sedan innan är viktiga faktorer.

Hur är tillgången på preferensaktier idag?

De har fått stryk, det fönstret stängdes något under våren 2015, den marknaden har sedan dess haft sjunkande volymer.

Finns det ett samband med att preferensmarknaden ”sjunker” och att Sagax emitterar en D-aktie som liknar en preferens i villkoren?

Nej, jag tror att anledningen i hur man räknar in preferensaktier i eget kapital eller skuld. Om vi tittar på yielden på preferensaktier så var den som lägst februari 2015-juni 2015, då låg yielden om vi tittar på Akelius, Klöver, Balder, Sagax, Victoria Park och Hemfosa, ungefär 5-6 procent yield. Sen under 2016 flyttades den upp till 6,5-7,75 för att sedan landa kring 6,5-7 idag. Desto högre yielden är desto högre yield krävs vid en nyemission av preferensaktier. Inte en optimal marknad och få emissioner.

Hur ser tillgången ut på eget kapital?

Än en gång beror det på vem det är, om vi pratar pensionskapital så finns det hur mycket som helst. Det är därför vi har sett hur Alecta och AP-fonderna som investerat i joint ventures. Mycket av pensionskapitalet har skapat nya bolag under de sista 5 åren och det startas fortfarande nya bolag och konstellationer med pensionskapital. På de sättet finns det väldigt mycket eget kapital.

Slutsatsen här är att bankerna kanske inte är den optimala mellanhanden för att förmedla kapitalet, Detta när vi tittar på hela finansieringsbiten och det har nog att göra med att bankregleringar gör att det är relativt dyrt att ta in pengarna och vända i bankernas balansräkning för att låna ut dem igen. Basel 4 kanske knuffar bankerna till att minska sin balansräkning alternativt att höja marginalerna eller minska avkastningskravet på banken. Hela denna process pågår just nu som leder till lite försiktigare utlåning.

Balder skapar sig ett utrymme våren 2016 med bemyndigande genom stämman, för att kunna ligga och avvakta för att emittera preferensaktier i rätt marknadsläge. Preferensaktier drabbas generellt av den räntetron som finns i marknaden och den lilla uppgång som vi fått nu på lite längre räntor efter Donald Trump, om man tror på högre räntor så kräver man då högre avkastning på preferensaktier då det brukar fungera som en typ av substitut till obligationer.

Hur hög belåningsgrad anser du vara långsiktigt hållbart?

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Man skulle kunna dela upp det i ett antal olika kategorier, vad bolagen generellt strävar efter tror jag är en långsiktigt hållbar belåningsgrad mellan 50-60 % istället för 60-70% som tidigare, om man ska säga någonting. Om andra och marknaden gör den bedömningen kan vi anta att det är det som anses vara långsiktigt hållbart. Sedan måste man såklart titta på bolaget specifikt.

Om bolaget till exempel har corefastigheter i Stockholms innerstad och har ägt dom länge, då är det klart att man kan ha en högre finansiell risk och då kan man skapa en högre finansiell risk på två sätt. Att ha en högre belåningsgrad eller en högre risk i räntebindningen. Belåningsgrad och vad som är hållbart hänger ihop med om hur du planerat räntemässigt, har du 100 procent rörliga räntor och 70 procent belåningsgrad och dina fastigheter har en genomsnittlig avkastning på 3,5 procent då är det stor risk och du tål nästan ingen ränteuppgång. Kapitalstrukturen hänger ihop med avkastningen på fastigheterna och den finansiella risken i räntebindning och kapitalbindningen.

Hur ser ut relation som rådgivare ut till fastighetsbolagen och bankerna idag?

Den är god, Vi har mycket att göra. Vi är oberoende part som alltid står på fastighetsbolagen sida, när vi jobbar med finansiering eller för den delen anskaffning av krediter så tar vi alltid bara betalt av fastighetsbolaget för att kunna vara en oberoende part. Vi har en respekt i bankerna för att vi är en professionell aktör som gör att vi utvärderar saker på rätt sätt. Ofta i vår roll som projektledare i finansiering handlar det om att hitta en väldigt strukturerad process för att uppnå bästa möjliga villkor i banken, Vi hjälper till och ser till att fastighetsinformationen som skickas till bankerna är strukturerad och relevant inför en offertförfrågan. Sammantaget så tycker jag att vi har mycket att göra och det är en bra marknad.

Ser du preferensaktier som skuld eller eget kapital?

50/50 om man ska svara generellt som ratinginstitutet eller bankerna ser det. Men det beror också på hur fördelningen preferensaktier/stamaktier ser ut och hur mycket annan efterställd skuld har man? Svaret är ganska komplext och borde bedömas från fall till fall utifrån de faktorerna som jag nämner, men på något sätt för att förenkla har både ratinginstitutet och bankerna i de flesta fall delat upp det 50/50.

Är det positivt eller negativt att använda preferensaktier?

Det är generellt sätt en skattenackdel av att använda preferensaktier. Om du har samma yield på en obligation som en preferensaktie så är preferensaktien dyrare för bolaget att inneha. Då måste det ju finnas en annan fördel av det och risken med

preferensaktier är att det tränger undan stamaktieägarnas möjlighet till utdelning. Återigen så är det fall till fall och kapitalstrukturen som helhet som avgör.

Har du vid emittering av preferensaktier lagt märke till någon speciell rörelse i stamaktien?

Det är ingen analys vi har gjort. Det är svårt att urskilja vad som är marknadsbias och andra faktorer. Det borde vara en skillnad eftersom att du får en indirekt utspädning av stamaktiens möjlighet till utdelning framöver. Teoretisk sett borde det ske en förändring.

Anser du att fastighetsbolag har en optimal kapitalstruktur idag? Om inte, vad skulle du vilja ändra på?

Det är lite som jag var inne på innan och det handlar om vilken typ av bolag du vill vara och är, de vi ser är generellt som verkar vara är att andelen eget kapital tenderar till att öka i den marknaden som vi befinner oss i nu.

De är kanske bättre rustade idag än för 10 år sedan?

Ja så är det, det borde de ju vara med den värdestegringen vi haft och med den enorma värdestegringen vi har haft de senaste 10 åren sen finanskrisen 2007. Hela den värdestegringen har ju gjort att allt annat lika än det egna kapitalet som har ökat väldigt mycket i bolagen. Det är en förklaring och när värdena stiger så som det har gjort så är det klart att det finns en viss respekt i exempel banksystemet att man kanske vill dra ner belåningen, en fastighet som du köpte för 10 år sedan på 50 miljoner är idag värderad till 100 miljoner i dina böcker och det gör ju att om man hade haft samma 10 åriga lån som man dessutom också har amorterat med en 70 % belåningen 2007 så har ju kapitalstrukturen ändrats radikalt framförallt så har man kanske amorterat 20 % men fått en värdestegring på 100 %. Trenden är ju att det egna kapitalet ökar lite av sig självt och vi ser att de bolagen som vill utnyttja kapitalmarknaden som huvudkälla i finansieringen tittar på rating och då ställer ratingbolagen krav på betydligt lägre belåning än vad vi i Sverige varit vana vid generellt sett. Det är en liten press neråt från både banker och ratinginstitut där. Det finns en press neråt att bolagen nu köper fastigheter på yelder på 2,5-3 % och då tål du inte så mycket ränteuppgång och måste gå ner i belåningsgrad. Jag tror att kapitalstrukturen som vi pratade om, kommer att fortsätta leda till mer eget kapital i relation till främmande kapital.

Vilka effekter har finanskrisen fått på fastighetsmarknaden och vilka effekter har det fått på er?

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Det är ganska länge sedan finanskrisen var nu och sedan dess har vi haft ett antal euro-kriser under resans gång men förra året hade vi kring 200 miljarder i omsättning på fastighetsmarknaden och det är ett rekordår i Sverige. Tidigare år har varit 160 och 150 miljarder, så marknaden har haft gyllene år.

Vad anser du om de låga direktavkastningskraven som råder idag?

Nu lämnar vi mitt område men om vi tittar på kontorsmarknaden i Stockholm så är vi nere på yielder kring 4 procent och hyrorna är uppe och snuddar på 8000kr/m², än en gång, hela direktavkastningskravet är kopplat till ”wall of money” som vi pratade om innan och när det kommer in väldigt mycket pensionskapital som har att välja mellan statsobligationer eller bostadsobligationer, du kan köpa en bostadsobligation på 5 år idag och får 0,45% men köper du en statsobligation får du 0 eller negativ avkastning och då är det inte så konstigt att man köper på låga avkastningar och ser det som obligationsliknande och med 2-3% blir då en väldigt bra avkastning. Men det finns en förklaring men det är klart att ju lägre avkastningskraven går ju mer ökar riskerna, någon kommer bli Svarte-Petter även i den här cykeln.

Den låga räntan, vad tänker du?

Det vi måste fundera på är vart SWAP och Stibor är på väg? Detta ligger till grund för hur man sedan beräknar marginalerna på marknaden. Tittar man på marknaden 2007 hade vi en kreditmarginal generellt på en 0,5% och en fastränta på en 5-åring på 4%. Idag är marginalen på 2% och en marknadsränta på 0,25%. Marknadsräntorna är låga men kreditmarginalerna är tre gånger så höga som innan finanskrisen och det är klart att om de nominella räntorna som SWAP och stibor överraska och stiga mer än marknaden prissätter idag och prissättningen av framtida räntor som vi ser idag så kommer vi ha med oss kreditmarginal som är ganska mycket högre och risken behöver hanteras. När man delar upp räntan i dennes rätta beståndsdelar ges en liten annan bild.

Är detta också kopplat till den mängd pengar som kommer in på marknaden?

Ja, Stibor och SWAP är det men de höga kreditmarginalerna är en följd av regelverksförändringar för att bankerna måste ta mycket mer betald för att täcka av de kapitalkraven med större eget kapital för att kunna låna ut.

Är det säljarens eller köparens marknad?

Jag tror att vi i närtid kommer se fler köpare än säljare. Det gör vi till att vi ser en svart svan som landar. Både Brexit och Trump konvergerade till vita svanar ganska snabbt.

Hur märkte du av effekterna av Basel 3?

Svenska banker var väldigt tidigt ute med Basel 3 och kort fick vi en viss åtstramning i kreditgivningen och en mer komplex avtalsstruktur som påverkade bolagen och resulterade i högre marginaler än tidigare.

Hur kommer Basel 4 påverka fastighetsbolagen i Sverige?

Det är ingen som riktigt vet hur det blir men det som märks är att banker är väldigt ovilliga att gå in i åtaganden som är längre än 3-4 år. Bankerna är så osäkra på effekterna så att man vill inte binda upp sig, utan ha en flexibilitet. Den andra biten är, när blir det av? Främst diskuteras riskviktsgolv men Sverige var tidigt ute i Basel 3 och mer eller mindre alla krediter är inne i det systemet och lämnat Basel 2, svenska banker har generellt sett i relation till europeiska banker i övrigt låga riskvikter. De har i internmodeller kommit fram till att risken är lägre än vad man gjort i andra länder. Det har man gjort på grund av att man har en kredithistorik som inte tyder på mycket betalningsinställelse. De har gjort att svenska banker har kommit fram till väldigt låga riskvikter. Men lägger man ett golv på hur lågt man får gå utifrån standardmetoden så innebär det att svenska banker behöver mer kapital. Analyser pekar någonstans mellan 125-365 miljarder till bankerna för att kunna bedriva vidare verksamheten som den bedrivs idag. Det finns olika nivåer på golven om 65,75,95 % som ger spannet. Om man tittar på det och tittar på vilken effekt det får på kreditmarginalerna om man ska ha en fortsatt utlåning med tillväxt och avkastningskrav på ungefär 12%, då skulle marginalerna i bankernas kreditportföljer behöva öka med 60 punkter. (0,6%).

Det är högst osäkert om Basel IV kommer införas, en negativ effekt är att regleringarna från myndigheternas sida gör att bankerna tar ännu mer risk då även utlåning på låga marginaler börjar kosta mycket pengar då lånar man kanske hellre ut på 10% till högriskprojekt än att låna ut för 3% till ett lågriskprojekt. Det leder till icke-önskvärda effekter på den finansiella stabiliteten som regelverket egentligen eftersträvar.

Om det genomförs: Det kommer sannolikt bli lite restriktivare med utlåning och kommer sannolikt öka marginalerna ganska mycket.

Hur ser du på framtiden och fastighetsmarknaden?

I ett överblickbart perspektiv så ser det ljus ut. Fastighetsmarknaden drivs förutom av låga räntor även av demografisk utveckling och tittar man på bostäder och kontor i tillväxtområden så växer dem marknaderna tillväxtmässigt och befolkningsmässigt väldigt snabbt. Omflyttning från landsbygd till residensstäder till storstäderna finns

och ingenting säger att den trenden vänder. Så länge det finns ett tillskott av människor och ekonomi så ser det ljust ut för fastighetsmarknaden.

Bilaga 5 – Intervju med Jesper Cederholm

Hur ser ni på den allmänna tillgången av finansiering idag?

Generellt sett är det lätt att få tag på finansiering, det enda som möjligtvis har blivit lite svårare är banklån, Bankerna har lyft marginaler lite grann. Bankerna och fastighetsbolag poängterar bägge att det handlar om bra relationer. Relationen är viktigt och att man vårdar sina relationer. Mindre bolag alternativt nya aktörer kan ha lite svårare när de saknas etablerade relationer.

Hur är tillgången till obligationer?

Om man kollar på obligationer så är det en väldigt bra marknad, det är lätt att få finansiering och det sträcker sig hyggligt långt ner i storlek på bolag, det handlar mer om pris. Det beror mer på vilken räntekostnad man vill ha. Det är generellt sätt enkelt att få både säkerställda och icke-säkerställda obligationer. Det är en generell jakt på avkastning hos institutioner och företagsobligationer framstår som ganska attraktiva.

Hur är tillgången till preferensaktier?

Det kan vem som helst använda sig. Absurd hög efterfrågan och alla kan göra det. Det är nog det som är enklast av all typ av finansiering. Hög efterfrågan hos investerare för preferensaktier. Det är just nu en generellt bra marknad för att finansiera sig.

Hur är tillgången till eget kapital?

Det är ganska enkelt. Som exempel kan man se att det plockas in eget kapital för enskilda fastigheter, Pareto har gett ut aktier för finansiering av postens gamla huvudkontor till exempel. Kan man ge ut aktier med bara en fastighet som underliggande då är det ovanligt lätt att få finansiering den vägen. Det brukar inte riktigt se ut så över tid. Marknaden summeras som väldigt god.

Och om vi blickar framåt, Vad är din bild?

Rimligtvis kommer det fortsätta vara ganska lätt men risken är att om vi får någon finansiell turbulens så skruvas det åt ganska fort. Både företagsobligationer och preferensaktier är en illikvid marknad och i en finansmarknad som går ner så tolkar likviditeten väldigt fort. Det gör att investerare inte kommer loss och det leder till att preferensaktier och företagsobligationer försämras radikalt.

Hur hög belåningsgrad anser du vara långsiktigt hållbart?

Nu ligger fastighetsbolag generellt mellan 50-60 i loan-to-value, det är väl en ganska vettig nivå men om man har finansierat sig med preferensaktier som formellt ses som eget kapital så kanske man, om man har mycket preferensaktier i sin finansiering, drar ner sin belåning så att den hamnar någonstans mellan 40-50, det beror lite på vilken finansieringsform som man har.

I Europa är belåningsgraden lägre, hur ser du på det?

De har en annan typ av finansieringsform där bolagen är fasta i utdelning, Man kan säga att de har en skyldighet att lämna en ganska hög utdelning hela tiden medan i Sverige så är det generellt sett med vanliga aktier har vi en ganska låg utdelningsgrad, vilket gör oss mer flexibla i en svag marknad jämfört med utlandet. Det gör att de har en generellt sett lägre belåningsgrad. 50-60% är en fine nivå i Sverige, 10-20% som i Europa är för lågt.

Hur är era relationer mellan er och fastighetsbolag samt banker?

Goda relationer idag. Svenska bolag är ganska tillväxtorienterade och det gynnar oss som rådgivare. Vår relation som rådgivare till fastighetsbolagen är god. Rådgivning och finansiering är en verksamhet som flyter på väldigt bra just nu och relationerna i marknaden är goda.

Hur ser du på preferensaktier?

Formellt när vi skriver analyser och kollar på fastighetsbolag så är preferensaktier eget kapital, det är på grund av redovisningsregler. Men vi tycker att det bör ses som en skuld. Vi redovisar alltid vår åsikt över balansräkningen där vi justerat dem som skuld även om det redovisas som eget kapital.

Är användandet av preferensaktier positivt eller negativt?

Det hjälper fastighetsbolag att kunna skuldsätta sig högre, få en finansiell högre utväxling. Det är det positiva med det. Men man bör poängtera att alla kanske inte borde använda sig av det. Om man har stabila kassaflöden så kan preferensaktier vara en bra idé, men om man har en projektorienterad affärsidé kan det vara en mindre bra idé att använda sig av det. Många preferensaktier har en räntetrappa där räntan för de sticker iväg ganska rejält efter ett tag eller att man måste återlösa preferensaktierna efter ett tag. Det är ofta villkorat i preferensaktierna. Om detta sker i en felaktig tid och i ett projektbolag till exempel där kassaflödena är ojämna och man inte säljer något, då är det inte bra. Det är idag för många projektbolag som använder det här men har man stabila och bra kassaflöden, som renodlade fastighetsbolag, är det absolut positivt att ha preferensaktier. Sammanfattat, utvecklingsbolag bör kanske inte ha så mycket preferensaktier som de har idag.

Har fastighetsbolag en optimal kapitalstruktur idag?

De renodlade fastighetsbolagen har spridit sin finansiering på fler källor än rent historiskt sett och det är en bra grej. Castellum har en bra stabilitet men skulle kunna geara upp sig något mer. De är kanske lite för försiktiga i sin balansräkning med sin verksamhet med stabila hyresgäster, bra geografisk spridning i sitt bestånd och även i sämre tider kommer de få betalt. Med låg risk kan man geara upp sig lite högre.

Hur ser du på en Moodys rating?

Det ger en betydligt lägre och billigare finansiering, fler än Balder borde göra det. Det sänker finansieringskostnaden.

Hur har finanskrisen påverkat fastighetsmarknaden?

Värderingarna har hållits tillbaka på rimliga och bra nivåer, det gav köparna bra ingångsvärden. När det var som värst under finanskrisen, under en kort tid, var det vissa finansieringsproblem såvida man inte var ett högkvalitativt företag och en lite längre tid var det ett transaktionsstopp. Det var väldigt få transaktioner, klart negativt om man varken kan köpa eller sälja fastigheter, vilket var den mest negativa parametern under finanskrisen. Positivt var att värderingarna hölls tillbaka.

Har ni sett en förändring?

Det har gett en marknad som är svagt stigande under lång tid bidrar till bra självförtroende, Aktörer känner självförtroende, man vågar satsa på tillväxt.

Vilken är den största skillnaden mellan att agera i fastighetsbranschen gentemot andra branscher?

Det som är bra med fastighetsbranschen ur ett rådgivarperspektiv är att det är kapitaltungt, det behövs mycket finansiering. Preferensaktier och obligationer är rullande finansieringskällor som behöver refinansieras med jämna mellanrum vilket är positivt.

Vad är er ställning till de låga direktavkastningskraven?

En låg yield och låga vakanser, det finns inget stort utbud vilket verkar fantastiskt. Det finns inte så mycket fastigheter som är till salu. Vi kanske är lite i den bästa av världar och trots att finansiering är bra, vakanser är bra och utbudet är litet, så är väl risken ganska stor att vi är nära en vändpunkt i marknaden och att marknaden vänder ner. Vår känsla är att vi befinner oss sent i fastighetscykeln.

Hur ser du på det låga ränteläget?

Klart det är bra att räntorna kommer ner, det blir billigt och bolagen tjänar bra pengar och kan investera kassaflödena i nya projekt vilket leder till en bra tillväxt. Risken med det låga ränteläget är att man lockas att välja en kort bindningstid vilket ökar risken för att om räntan börjar dra iväg och ett mängden finansiering med rörliga räntor eller kortare bindningstider är något större än normalt så ger det en större negativ känslighet för ränteökningar. Lågt ränteläge ökar också risken för felsatsningar, det kostar inte så mycket att göra ett förvärv eller ge sig in i ett nytt område. Finansieringen är så billig. När vi får lite distans och kan syna det här, efter en nedgång, kommer förmodligen flera gjorda förvärv och investeringar visa sig inte vara perfekta. Även om det ser positivt ut i kalkyler idag. Den låga räntan gör att det blir en jakt på avkastning och det gör kanske att investerare gör felaktiga investeringar. Låg ränta är lite farligt och kan skapa dålig/felaktiga investeringar och leder till att fel investerare kommer in på marknaden.

Är det säljarens eller köparens marknad?

3-5 år så är det säljarens marknad. Vi är i den bästa möjliga marknaden, vad kan bli bättre här ifrån? Det är frågan man måste ställa sig.

Hur har du sett på Basel III och Basel IV?

Bankerna använder det lite som ett argument för att lyfta marginalen mot exempelvis fastighetsbolag. Det blir negativt för fastighetsbolagen då ökade kapitalkraven leder till högre räntor men också högre marginaler för bankerna. Marginalerna för bankerna har gått upp en del på senare tiden.

Behöver Sverige Basel III och Basel IV?

Mycket av regleringarna är för att alla olika människor i alla olika led ska kunna hålla ryggen fri. I själva verket gynnar det inte slutkunden som det är tänkt. Lite skeptiskt inställd till det.

Bilaga 6 – Intervju med Ulrika Danielsson – Castellum

Hur ser tillgången ut för bankfinansiering idag?

Det är god och har för Castellum alltid varit det. Bankerna ger bra support. Att vara stor betyder inte att bankfinansiering blir lättare, det blir snarare mer utmanande att låna pengar i bank om man är stor. Bankerna styrs av regelverk som innebär att de inte får låna ut för mycket till ett enskilt bolag. Det blir alltså svårare att få tillgång till tillräckligt mycket bankfinansiering om man är stora.

Hur ser tillgången ut för finansiering via obligationer ut idag?

Vi tycker det är god tillgång. Vi har en relativt sett stor volym ute och vi började ge ut obligationer i större skala 2014 därför att vi ville ha flera verktyg i verktygslådan och inte bara vara beroende av banker. Vi tror att man behöver bearbeta den marknaden och visa att man finns där. Det är ett tråget arbete att underhålla. På grund av de låga räntenivåerna och att det inte finns något Stibor-golv på obligationsmarknaden blir det ett desto mer aptitligt alternativ med hänseende till nettopriset.

Hur ser du på rating genom Moodys och säkerställda obligationer?

Vi vill inte ge ut säkerställda obligationer då vi anser att flexibilitet är viktigare samtidigt som vi inte vill kapa vår fastighetsportfölj.

Vi har ett ansvar att utvärdera spåret med rating. Det betyder inte att vi kommer välja den typen av finansiering. Det finns många fördelar men också en mängd risker.

Hur ser du på preferensaktier?

Antingen kan man se det som väldigt dyrt lånat kapital eller billigt eget kapital och sanningen ligger kanske mitt emellan. I min värld är det en skuld även om man rent civilrättsligt ser det som eget kapital. Om man någon gång tror att man skulle behöva en rating då ligger preferensaktierna dig i fatet, då rating-institutet ser aktierna helt eller delvis som skuld.

Hur ser tillgången ut till eget kapital idag?

Det kan man testa genom att göra en nyemission vilket vi gjorde i våras och den gick väl. Vi tror att vi har förtroende från aktieägarna i och med utfallet av våra emissioner vilket ger möjlighet att införskaffa kapital när så behövs.

Hur tänker ni gällande kapitalstruktur och belåningsgrad?

Vi har ett maxtak på 55 % men det innebär inte att vi ska ligga där. Vi har nu jobbat fram belåningsgraden till 47 % och vi är mer trygga runt 50 % och under samtidigt som vi temporärt kan gå över om så skulle behövas. Jag tror att en lägre belåningsgrad kommer att behövas i större utsträckning än en högre.

I Europa lyder många under REIT-strukturen vilket innebär att man är skattebefriad och om man kollar på hävstång så har vi en skattesköld som innebär att räntorna är avdragsgilla. En direkt jämförelse är svår att göra. Ute i Europa har man valt att finansiera sig mer på kapitalmarknaden, dvs. de har en rating och för att ha det får inte belåningsgraden vara för hög. Man har även en annan syn på risk. Jag tror därför att de stora svenska bolagen framöver kommer knäppa sig neråt vad det gäller belåningsgraden.

Hur kommer er kapitalstruktur förändras de kommande åren?

Vi känner oss trygga där vi är. Vi har jobbat hårt med den bl.a. genom att sälja fastigheter samt haft en god investeringstakt. De som möjligtvis skulle kunna ändras är om en rating skulle bli aktuell eller om skattereglerna skulle förändras så att man inte får avdragilla räntor.

Hur påverkar Basel III och IV er?

Vi har inte märkt mycket. Priset har visserligen blivit lite dyrare men det kunde man lista ut redan innan. Det var på våren 2015 och då drev vi tesen att FI skulle medföra krav på ändrade riskvikter i bankernas riskviktsmodeller. De gick ganska mycket tuffare åt vilket resulterade att man kunde märka av stigande nivåer på marginalerna men det har stagnerat under 2016. Förberedelser för Basel IV har inte märkts av.

Hur ser du på risker i finansieringen?

Banklån är bra på det sättet att om du skulle få problem så har du någon att prata med. Bilateral relationen är på alltid bra om man har bra relation. Man kan då hjälpas åt i både bra och dåliga tider och man blir på så sätt viktiga samarbetspartners. Obligationsmarknaden tycker jag är värdefull då det är ett spritt investerarkollektiv som ger oss möjlighet till mycket större flexibilitet. Vi har 9,3 miljarder ute på obligationsmarknaden utan rating eller covenant eller andra garantier. De ger mig mer flexibilitet men risken med det är att om problem uppstår är investerarsidan ansiktslös och ger inte samma relation som man kan ha till bankerna. Då får man se till att ha backup-faciliteter vilket innebär att bankerna tas in. Det är så man parerar risken med relationen till investerarna. Jag gillar så stor flexibilitet som möjligt.

Hur ser du på finansiell risk kontra annan risk?

Den enskilt största risken är den finansiella risken. Där ingår både finansiering och refinansiering vilka innebär lika stor risk.

Hur ser du på finansiering vad gällande belåningsgrad?

Vilket rating-utfall på kapitalmarknaden du får beror mycket på din belåningsgrad. Rating-nivån nyckeltalen ger upphov till avgör prisklassen och då kostnaden för kapital på kapitalmarknaden. Där kan man märkbart se att lägre belåning ger billigare funding-kostnad.

Hur jobbar ni med avkastningskrav?

De mål vi har är att öka tillväxten i förvaltningsresultatet samt att investeringar minst ska vara värd 10 % mer inom 1-3 år. Undantag från detta kan ske om det finns strategiska skäl.

Hur ser du på utländskt ägande?

Det är bra med stort utländskt ägande. De är pålästa, kunniga och vetgiriga.

Hur ser du på spritt ägande?

Det finns inget starkt direktiv från ägandesidan när det saknas stark majoritetsägare. Styrelsen blir då desto viktigare och den behöver ta en starkare direktivsroll än vanligt. Man får de ägare man förtjänar. Vi jobbar mycket med utdelning och de ägare vi har vill ha det så. Föredrar man mindre utdelning eller återinvestering är man troligtvis ägare i andra bolag.

Bilaga 7 – Intervju med Albin Sandberg – Handelsbanken

Vad ser du för svårigheter gällande er relation till fastighetsbolagen?

Jag ser inga direkta svårigheter. Fastighetssektorn har vuxit väldigt mycket senaste åren vilket kräver mer av fastighetsförvaltare. Fastighetsförvaltare har inte brytt sig så mycket om fastigheter tidigare men behöver nu ha en åsikt vilket kommer att vara positivt för analytiker. Man måste helt enkelt bli tydligare och bättre på att förklara varför man ska investera i fastigheter. Företrädare för bolagen gillar att sköta bolagen på sitt sätt och måste bli bättre på att förklara varför deras sätt är det bästa. De måste samtidigt ta ett steg tillbaka för att på ett bra sätt förklara varför man ska köpa deras aktie. Generellt sätt finns en negativ syn på sektorn för tillfället och det görs ingen djupare analys vad som styr marknaden. Investerare fokuserar på t.ex. räntenivån och dennes troliga uppgång. Aktieägarna säljer då sina innehav vilket gör fastighetsbolagen irriterade då allt inte hänger på räntenivån.

Har ni en annorlunda relation till fastighetsbolagen idag jämfört med innan finanskrisen?

De svenska fastighetsbolagen har fått mer utlandsägande och de är generellt mer försiktiga till skuldsättning än vad bolagen och inhemska ägarna själva är. I samband med krisen har de utländska ägarna blivit försiktigare.

Har ni sett någon ändring på grund av Basel III och IV?

Är osäker på vad de gäller. Bankerna måste hålla kapital och införa regulatoriska ändringar för sina kunder på marginal och får då negativa konsekvenser för dessa. Det blir helt enkelt dyrare för fastighetsbolagen.

Hur ser du på risker med olika typer av finansiering?

Ju renare balansräkning desto bättre med rent eget kapital utan preferensaktier och hybrider. Av olika anledning kanske inte det passar i alla bolag och synen på preferensaktier kan bli lite annorlunda om en emission av sådana efter hand ökar

resultatet och därav vinst per aktie för stamaktieägarna. Jag gör ingen jättestor skillnad på säkerställda och icke-säkerställda obligationer utan tittar istället på bank gentemot obligationsbelåning. Balder blev i december första svenska fastighetsbolag att få en Moodys-rating. De är förutom verksamma i Sverige även verksamma i Finland och vill åt eurobond-marknaden. En sådan rating är då nästan ett krav. Historiskt jobbar nästan alla utländska bolag så medan de svenska inte gör det. De svenska bankerna gjorde under senaste året så kallade Skugg-ratings sen var det någon som sa att det inte var regelmässigt rätt. Alla svenska bankerna utom SEB drog då tillbaka sin Skugg-rating. Det uppstod då oro kring hur obligationsfinansieringen skulle gå till. Eftersom bolagen får betala för Moodys-rating har många valt att inte göra det samtidigt som de ansett att skillnaden mellan kostnaden för att ge ut säkerställt jämfört med icke-säkerställt inte är tillräckligt stor. Vi lever i en globaliserad värld vilket betyder att det som sker på världsmarknaden förr eller senare hamnar i Sverige. Det är den trenden vi är på och vi kommer troligtvis se flera företag med Moodys-rating i framtiden. Utifrån min analys spelar det inte speciellt stor roll. Om tillgången till obligationer blir bättre finns det en uppsida men innebär det bara med en kostnadsminskning på 20-25 punkter spelar det ingen roll. Tillgången på banklån och obligationer ser bra ut. Troligtvis på all time high. Finns dock lite oro för att räntorna snart höjs. Tittar man på bankerna i allmänhet har de haft problem med att hitta folk som vill låna pengar och då har fastighetsbolagen agerat tagare. Det har skett flertalet stora affärer nu i början av året och det händer inte om finansmarknaden inte går bra.

Vad ger ni för rekommendationer till era kunder?

Bra tillgångar och bra skuldsättning som inte får vara för hög. Man kan titta mindre på aktiens prissättning.

Skuld eller eget

Formellt skulle jag säga eget kapital. Som innehavare kan du aldrig gå tillbaka till bolaget och be dem betala tillbaka men ska man kolla historiskt har analysbolaget bedömt det som 50/50. Tittar man på NAV tar vi alltid bort preferenskapitalet och jag skulle säga att det beror på vilket typ av preferensaktie det är frågan om. Till exempel har Ratos använt sig av Hybrid-bonds som inte har en fixerad utdelning utan har en Step-up efter fem år. Då blir diskussionen än mer intressant. Preferensaktierna har normalt sett en viss utdelning men eftersom de inte har något specifikt förfalldatum är det eget kapital i min värld.

Vad använder ni för tidshorisont i riskbedömning?

12 månaders är den formella tidshorisonten.

Vilka effekter har finanskrisen fått på fastighetsmarknaden och hur har det påverkats?

Den som är tydligast är lägre skuldsättningsmål samt hur mycket leverage man kan ta på sig. Det anser jag att många av generalisterna där ute inte har snappat upp utan de tror att sektorn är mer känslig än vad den är. De kommer inte visa sig förrän det eventuellt kommer en kris men det är den tydligaste effekten och det bygger på de utländska influenserna med lägre belåningsgrader. I Europa ligger den på ca 30-40% och i UK 10-20% jämfört med i Sverige där den ligger på 50-60%. Jag kan tycka att man också får sätta det i perspektiv på hur svenska banker ser ut jämfört med de europeiska. De svenska bankerna är betydligt mer stabila med mindre risk om man tittat på deras siffror jämfört med andra länder. Svenska marknaden har varit likvid och bra marknad länge vilket inte de andra har varit. Jag blir lite osäker på Basel III och IV:s påverkan men jag tror att det kommer att slå extra hårt mot Sverige. Bortser man från kvalitetsmått enbart ser kvantitet med långa dataserier missar man vad risk faktiskt är.

Hur ser du på det låga direktavkastningskravet?

Givet obligationsräntorna är det höga direktavkastningskrav och man kan säga att fastighetsmarknaden inte riktigt har följt med på samma sätt vilket man kan se som hälsosamt. Det ger lite av en kudde då obligationsräntorna kan röra sig snabbt uppåt. Givet den stora transaktionsvolymen vi såg förra året och den positiva utsikten att transaktionsintensiteten även ska fortsätta i år ser direktavkastningskraven attraktiva ut.

Hur ser du på det låga ränteläget?

Det är svårt att säga om det är bra eller dåligt men enligt mig är det bra då det är den största kostnaden som fastighetsbolagen har men ett mått som är ännu viktigare är intäkterna. Om man tittar på tillväxttalet på hyror och vakansgrader finns det låga ränteläget därför vi har en halvdan konjunktur förutom i Stockholm och Göteborg och det missar man. Så egentligen är det låga ränteläget inte speciellt bra. Tittar man på vad som generellt faller fastighetsbolag är det konjunkturen. Har man inte hyresgäster som vill hyra eller öka sina ytor eller hyreshöjningar finns det nollkassaflöde. En högre ränta kan man alltid ta så jag tycker att man generellt tittar för lite på intäktsidan och för mycket på kostnadssidan.

Hur viktig är kapitalstrukturen när du analyserar fastighetsbolag?

Kapitalstrukturen har blivit allt viktigare och det viktigaste där är att gå tillbaka och undersöka hur stora nedskrivningar man kan ta innan man hamnar i finansiell problematik. Utifrån ett marknadsperspektiv och om man hamnar i kris kan man se att bolag kan agera på det. Är ens balansräkning max-gearad finns det ingenting att ta av.

Det är en aspekt man tagit ett steg längre efter finanskrisen. Man vill att bolagen ska vara så pass bra kapitaliserade att man kan fortsätta sin strategi oavsett konjunktur.

Hur ser du på SFF?

Utifrån ett bolagsperspektiv är det bra. Man ökar sina finansieringskällor och på marginalen kan man få pengar billigare än alternativen. Samtidigt kommer det inte ersätta och göra dem oberoende av annat men det är positivt. Investerar man i säkerställda obligationer är det ibland svårt att avgöra vad som ligger bakom som pant vilket kan ses negativt. Från bolagsperspektiv är obligationerna en bra lösning.

Hur ser du på Sagax strategi?

Ju renare kapitalstruktur desto bättre så Sagax strategi får ses som negativ allmänt men samtidigt, tycker de att när preferensaktier kom ut 2010-2011 handlades sektorn till rabatt. Rent teoretiskt kan man säga att i en nyemission med företrädesrätt så spelar det ingen roll hur man prissätter aktierna men det är i teorin. I praktiken finns ett väldigt viktigt symbolvärde i priset du sätter. T.ex. Diös har fått en riktig kyss efter Castellum-affären och folk är inte nöjda med prissättningen. Det fanns mycket tillväxtvilja och affärer att göra men man ville inte belåna sig som innan finanskrisen. Bankerna såg preferensaktierna som eget kapital och investerare var nöjda med 6 % yield då gick det inte att ge ut rent eget kapital. Om de gynnar stamaktieägare, varför då inte göra det? Sagax har troligtvis tänkt i samma banor men de har varit ute och köpt högavkastande industrifastigheter och då får man inte glömma den höga risken det innebär. Man kan inte säga att Sagax är billigare bara för att p/e är lägre utan man måste ta hänsyn till risk.

Hur ser du på Balders strategi?

De har som enda bolag en klar strategi att inte ha utdelning åt sina ägare. Det gör att de behåller väldigt mycket kassaflöde inne i bolaget och kan då belåna vidare. De har även lyckats att komma ut med emissioner på stamaktien efter det att man har släppt preferensaktier till premie vilket är omtyckt rent allmänt. Det finns investerare som inte kan investera i Balder på grund av utdelningspolicyn. Man kan också gå in för att sälja själva aktien och då finns det två åsikter att ha. Man går in i bolaget för att man tror på vad de gör samtidigt som du aldrig får ut något kassaflöde. Säljer du aktien så säljer du bort din framtida intjäning. I deras rating står det att det finns en presumtion att leveragen ska gå ner för att få det betyget som det fått.

Hur ser du på Castellums strategi?

Man kan säga att det hämmar tillväxten samtidigt som man får ställa det i förhållande till vilken risk man tar på sig. Castellum har den typ av aktieägare som uppskattar den strategin med rimlig risk och högre utdelningen varje år vilket få bolag klarar av.

Skulle de börja geara-upp sig och hålla på med alternativ finansiering kommer ägarna att börja skruva på sig. Ägarna består i pensionsfonder och liknande som vill ha den typen av ägande som Castellum skapar. Castellum kommer antagligen aldrig ändra sin modell om inte stora aktieägare går in och säger det. Det är svårt att slå Castellums track-record och frågan är om det inte är den modellen som betalar av sig i längden.

Bilaga 8 – Intervju med Sverrir Thor – Fastighetsnytt

Hur ser du på tillgången på finansiering idag?

Det beror väldigt mycket på storleken på bolaget och hur väl finansierade de är innan. För att ta exempel ifrån studieobjekten är det möjligtvis Sagax som har det lite svårt då de inte är så stora. Är man en stor drake som Castellum med AP-fonder som ägare finns det ingen som inte vill låna ut pengar. Det kanske blir lite dyrare på marginalen men pengar finns att få. Samma gäller för Balder men de har de svårare att finansiera sig i Sverige då de är så stora. Det finns ingen bank som kan ge ut lån till de längre och då har de istället gett sig ut på euro-marknaden för finansiering. En misstanke är att en av anledningarna till köpet av Sato är exponering mot Europa och en implicit rating. Så även innan Balder fick sin rating i december hade de rating de facto genom Sato. Bolag som har värde på över tio miljarder och som inte är väldigt högt belånade borde ha det enkelt att låna pengar. Tittar man på Amasten och Oscar Properties ser man att de har det mycket svårare. T.ex. emitterade Oscar Properties en andra serie preferensaktier vilket tyder på svårigheter med finansiering. Man kan även se det på priset på pengarna. När ett bolag betalar 8 % för finansiering under negativ reporänta liknar finansieringen en junk-bond. När det gäller finansiering är förtroende viktigt och det kan vara en av anledningarna till att Oscar Properties gav ut en ny press då de ”bränt” aktieägarna förut.

Hur är tillgången på finansiering via bank?

Storleken är avgörande. När Castellum köpte Norrporten tog de inte in en extra krona i extra finansiering utan använde bara befintliga faciliteter. Ingen bank kunde ta finansieringen av Norrporten. Det hade i så fall krävts flertalet banker samt även att utländska aktörer klivit in. Alternativ är lånefonder som ger senior finansiering. Sammanfattningsvis kan man säga att det har med storleken och belåningsgraden att göra. Det finns samband med Baseldirektiven. För stora enmansengagemang är förbjudna. Sverige har tuffare regler än t.ex. Tyskland, det leder till att utländska banker försöker ta sig in på marknaden.

Hur ser tillgången ut på obligationer?

Alla kan emittera obligationer men vissa måste ge ut väldigt hög ränta. Victoria Park betalar 5-6 % och Index International som bygger bostäder i Stockholm och Florida betalar 12 %. Det som händer när marknaden går så pass bra som den går är att det kommer in sådana aktörer på marginalen på marknaden som kanske inte har någon tillvarorätt. Obligationsmarknaden stannade av ganska mycket tidigt under förra året men nu har det tagit fart igen. Mycket av obligationerna kommer från SFF och den sfären. Fabege har emitterat 3,5 miljarder totalt och har en ränta på 0,5 %. Där finns gröna obligationer som är låsta till en viss typ av investering. De halvoffentliga bolagen som t.ex. Hemsö, Vasakronan och Rikshem har nästan ingen risk då det implicit finns statlig garanti genom AP-fonderna. De bolagen på 0,5-1 % i räntemarginal beroende på hur belånade de är. Hemsö är ett bolag som är extremt högt belånande med nästan 80 % belåning. Obligationsmarknaden är återigen mycket aktiv och det händer något nytt nästan varje dag där.

Hur ser tillgången ut på preferensaktier?

De är ett skuldinstrument och råkar heta aktier. De flesta preferensaktier har ett inlösendatum vilket man aldrig pratar om. Där har de stora bolagen inte vågat gett sig in. Preferensaktier ger möjligheten att ta in kapital utan att ge bort för mycket mark över bolaget men har du för mycket preferensaktier sker det tillslut i alla fall. Preferensaktier är inte en marginalföreteelse längre men det är ändå en del bolag i ”nedra halvan” av börsen som emitterar med undantag från Hemfosa. Balder har ständigt ett bemyndigande att ge ut preferensaktier men använder det inte då Erik vill undvika utdelning. Det är ett dyrt alternativ så de flesta skyr användandet. Under 2016 gav ett bolag ut preferensaktier till en ränta på 10 %. Pga. att aktierna väldigt sällan löses in är de mer lika stamaktier. Småbolag som inte vill släppa hela makten använder sig av preferensaktier då de kommer med liten andel rösträtt. Risker med preferensaktier är att utdelningarna kan ställas in vilket skadar relationen till ägarna.

Hur ser tillgången ut på eget kapital?

Flertalet aktörer har tagit eget kapital på senaste tiden vilket i många fall skett till specifika affärer men det kan samtidigt betyda att de rustar sig för sämre tider om räntorna skulle stiga. För tillfället finns mycket pengar att investera och emissionerna blir övertecknade.

Hur hög belåningsgrad anser du vara långsiktigt hållbart?

Givet ränteläget borde den vara ganska låg, runt 55 %. Får du en sättnings i ett bolag som har 55 % kan det snabbt gå upp till 65 %. Man bör ligga lite lågt för att säkra upp. Ränteteckningsgraden är också en viktig del att titta på. Stiger räntorna kan man lätt hamna i problem.

Hur skulle du definiera finansiell risk?

Som aktieägare är den inte så stor men som finansiär är den lite högre än vad man tror. Viktigt att kika på då är räntetäckningsgrad, belåningsgrad och soliditet. Man måste samtidigt kolla vad som ligger bakom, Corem är ett exempel som ligger på ungefär 55 % i belåningsgrad men som de facto ligger på 70 %. Soliditeten blir därför mycket viktig. Räntetäckningen är något som man också måste kolla på. Det är så enkelt att idag ha höga räntetäckningsgrader pga. de låga räntenivåerna.

Hur ser relationen ut för fastighetsbolag och banker

Fastighetsbolagen lever i en sorts balans där det är viktigt för båda parter att det går bra för den andra. Bankmarknaden är fortfarande betydligt viktigare än obligationsmarknaden.

Hur ser du på fastighetsbolagens kapitalstruktur i dagsläget?

Det skulle vara bra om bolagen tog in mer eget kapital, framförallt om de vill komma åt pengar från den europeiska marknaden. Det kan samtidigt vara för dyrt att ta in för mycket eget kapital. Möjligtvis borde bolagen ha något större kassa, dels för att slippa låna pengar till utdelning och dels för att säkra upp för sämre tider. Istället för att sälja avkastande fastigheter kan man lösa en nedgång med likvida medel. Fastigheter är inte helt likvida även fast många kan tro det.

Vilka effekter har finanskrisen fått på fastighetsmarknaden?

Det blev lägre belåningsgrader. De va uppe på 70-80 %. Det känns som att transaktionsvolymerna är tillbaka. Bankerna är mer riskaverta än va de var innan. Det är en tydlig effekt att det kommit fram en obligationsmarknad. Det är oklart om den är överspelad då räntorna är så låga som de är. Jag tror att det var läge för två-tre år sedan att projektutveckla då det var så billigt att låna. Intuitionerna har tagit större del av marknaden igen.

Hur ser du på de låga direktavkastningskraven på marknaden?

Yieldgapet är större än någonsin och givet marknadsräntorna så är yielderna ganska höga. Det är rimligt att det sjunker men när man börjat sälja bostäder i Stockholm till 2 % så börjar det bli väldigt lågt. Man får inte mycket utväxling för pengarna och det är nästan bättre att ha pengarna i madrassen. Att investera i fastigheter är relativt statsobligationer en stor risk och om yielderna då ligger på så låga nivåer som vi har nu är andra investeringsobjekt mer intressanta.

Vilka effekter har Basel III och IV på fastighetsmarknaden?

Det krävs ökad kapitaltäckning vilket jag tycker är bra. Det är småspararna som drabbas i slutändan.

Hur ser du på framtiden?

Det handlar mycket om hur man löser bostadsbristen. Kör man på som man gör nu kommer det för eller senare en spricka. Det krävs bostäder och man måste börja bygga. Det innebär att man inte kan använda samma resurser till att bygga kontorshus. Vi kommer att ha låg ränta ett tag framöver vilket tyder på att ”platån” kommer att förlängas. Vi kan ha en lång platå men jag kan inte tänka mig att det kan bli bättre samtidigt som jag tror att det skulle vara sunt om det går ner. En hel del aktörer kommer troligtvis gå i konkurs då de har för höga belåningsgrader.

Bilaga 9 – Intervju med Claes Helgstrand – SFF

Hur ser allmänna tillgången på kapital ut i dagsläget?

Allmänna tillgången på finansiering är väldigt god om man är kärnkund hos en av de svenska bankerna med långa relationer. Däremot om man är ny kund med svagare balansräkning känns det som att många banker har tagit ett steg tillbaka och är inte lika intresserade av nya kunder i sin balansräkning. Nystartade och mindre bolag har det betydligt svårare jämfört med etablerade. Senaste åren har bankernas balansräkning svält och den expansionen har gått till fastighetssektorn. Det byggs väldigt mycket i Sverige just nu och det kräver finansiering vilket till viss del kommer från obligationsmarknaden men största delen kommer från banksektorn. Det kraftiga byggandet präglar därav finansieringsmarknaden till stor del. De mindre bolagen får försöka vända sig till de mindre finansieringsbolagen via korta kapitalmarknadstransaktioner samt korta private placement-transaktioner. Det finns en del firmor som lånar ut på kort tid, i t.ex. 3, 6 och 9 månader osv. De små bolagen betalar väldigt bra för att få tillgång till finansiering till sina projekt.

Hur ser tillgången på obligationer ut i dagsläget?

Enorm efterfrågan på marknaden vilket bl.a. beror på att svenska folket under förra året satte in mycket pengar på sina skattekonton eftersom man fick en högre ränta där än den negativa räntan på bankerna. I och med att räntan börjar stiga så behöver pengarna på skattekontona placeras vilket leder till att penningmarknads- och obligationsfonder blir intressanta. I december var efterfrågan mindre och skiftningarna beror på att marknaden är väldigt likviditetstyd. I dagsläget finns mycket kapital på marknaden, alltså är obligationer efterfrågade i större omfattning. Det gäller för både säkerställda och icke-säkerställda.

Hur ser tillgången på preferensaktier ut i dagsläget?

De var på ropet för några år sedan och då var det lätt att emittera och det kom in mycket kapital på marknaden. Den marknaden har mattats av betydligt under 2016. Det var då betydligt färre preferensaktie-emissioner. Preferensaktierna betar sig inte bara som ett räntebärande instrument utan även som aktieinstrument. Det har många investerare blivit medvetna om. De kraftigt stigande räntorna i USA samt brantare yield-kurvor och om Trump får som han vill kommer det leda till högre inflation i USA med högre långa räntor. Det leder till att preferensaktier inte blir lika attraktivt investeringsmässigt.

Hur ser tillgången på eget kapital ut i dagsläget?

Det har skett en del stora nyemissioner inom vilka det inte varit några problem att få in kapital. Behövs nytt eget kapital och man har spännande utsikter så ställer aktieägarna upp. Mycket hänger på hur pass spännande investeringsobjektet är. De negativa räntorna pekar på att obligationer används i större utsträckning. De stora intuitionerna har för tillfället negativa räntor på sina konton och måste avkasta någonting, obligationer är ett alternativ. De skapar en inneboende efterfrågan på obligationerna.

Hur hög belåningsgrad anser du är långsiktigt hållbart i dagsläget?

Historiskt sett har vi haft höga belåningsgrader. Efter Lehmann-kraschen har svenska bankerna försökt dra ner sina belåningsgrader. De flesta av dem har ett mål på runt 60 %. Personligen anser jag att belåningsgraden ska vara i relation till den risk man har in sina projekt. För bostäder i stora städer är det därför mer rimligt med högre belåningsgrader jämfört med logistik på landsbygden. Belåningsgrad måste anpassas efter risk i projekt. Banksystemet strävar mot 60 % men är man en bra kund med tillgångar kan man få högre belåningsgrad. I SFF är något högre belåningsgrad acceptabelt på grund av att man har en stor kassa som kan täcka upp om något skulle hända.

Hur ser er relation till fastighetsbolagen ut idag?

De tjänster som fastighetsbolagen efterfrågar står SFF till buds med. Relationen ser positiv ut men såklart så går efterfrågan på tjänster upp och ner.

Ser ni preferensaktier som skuld eller eget kapital?

50/50 är det enkla sättet att se på saken. Eget kapital så länge som bolaget vill det men när de betalar tillbaka kan man se det som att de betalar tillbaka en skuld. Fler och fler rating-byråer ser preferensaktier som eget kapital, vilket man ser tydlig på de bolag som emitterat preferensaktier och fått rating. De börjar mer och mer se det som eget kapital.

Ser du preferensaktier som positivt eller negativt?

Beror på hur man vill växa och vad man har för ambition med sin balansräkning. Preferensaktier ger möjligheten att växa väldigt fort. Genom preferensaktierna får man en extrem hävstång. Med spännande projekt kan det alltså leda till en hög avkastning på eget kapital. Behöver man ha kapital väldigt snabbt och aktieägarna inte är villiga att ställa upp med eget kapital är preferensaktier ett alternativ. Däremot så är räntan knuten till preferensaktier inte avdragsgill i resultaträkningen. Samtidigt är den räntan relativt hög, framförallt om man räknar det som skuld. Som eget kapital är däremot kostnaden låg. Mycket beror alltså på vad man har för spännande projekt att använda preferensaktierna till. T.ex. så har Balder och Sagax använt sig av preferensaktier och det har visat sig vara mycket givande tack vare den värdetillväxt de har haft i sina projekt.

Anser ni att fastighetsbolagen har optimal kapitalstruktur idag?

Generellt sett så har fastighetsbolagen idag mycket starkare balansräkning än för ett par år sen. Viktigt att tänka på är att ju högre fastighetsvärdena blir desto viktigare blir det med en stark balansräkning. Högre fastighetsvärden innebär att vi kommer närmare en punkt där värdena börjar sjunka. Det är därför bra att fastighetsbolagen har så pass starka balansräkningar som de har, med mycket eget kapital. Bakslag kommer förr eller senare och då är det viktigt att vara förberedda. Bland de mindre bolagen finns det lyckosökare med svaga balansräkningar som samtidigt har svårt att få finansiering. De skulle må bra av mer eget kapital.

Vilka effekter har finanskrisen fått på fastighetsmarknaden?

Belåningsgraderna i bankerna har sjunkit samtidigt som de utger tuffare lånedokumentationer. De bilaterala låneavtalen man brukade skriva med bankerna var ömsesidiga. Efter finanskrisen har dokumentationen mer och mer slagit över till bankerna favör. Man använder oftare LMA-standard (London Market Association) i bankerna och denna standard är ensidigt inställda till bankens favör. Obligationer är mer kostnadseffektiva jämfört med bankfinansieringen idag och det är framförallt därför att vi har negativa räntor. Det finns inga golv på obligationsmarknaden som det finns gällande banklånen (Stibor-golv).

Hur ser du på det låga direktavkastningskrav som råder på marknaden?

Effekt av låga räntorna och många köpare. Detta påverkar obligationsmarknaden såtillvida att investera vill ha avkastning.

Vilka effekter har Basel III på marknaden?

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

Allt påverkar bankernas marginalsättning gentemot fastighetsbolagen och effekten blir att kapitalet blir dyrare i banksektorn kontinuerligt. Bankerna måste ta ut högre avgifter då de får högre kostnader. Åtstramningarna hos banksektorn leder till ökade kostnader för fastighetsbolagen. Även finansinspektionens regler leder till högre avgifter. Troligtvis kommer dessa kostnader att fortsätta öka.

Hur ser du på framtiden?

Ser väldigt ljusst ut i det korta perspektivet. Stark efterfrågan, framförallt på bostadsfastigheter. Svensk räntemarknad kommer harmonisera mer mot den europeiska räntemarknaden istället för den amerikanska. Det betyder låga räntor under lång tid och kommer gynna fastighetssektorn under lång tid.

Hur ser säkerhetsmassan ut i SFF?

Det finns inga speciella krav på fastigheterna som pant men däremot finns covenanter såsom typkod och vakansgrad. Uppfyller man alla covenanterna så kan låntagarna stoppa in vilka fastigheter de vill.

SFF lyder inte under Obligationslagen då det inte är ett riktigt finansbolag utan är ett undantag. Det beror på att vi endast lånar ut till ägarna, inte till någon annan. SFF kan alltså ses som en internbank för sina ägare. Verbalt kan man prata om säkerställda obligationer men i text står det obligationer säkerställda med fastighetspant. Det finns nästintill endast kommersiella fastigheter som pant i dagsläget. Lagstiftaren hade för avsikt att ha hög kreditvärdighet för obligationerna.

Bilaga 10 – Intervjuunderlag fastighetsbolag

Finansiering och kapitalstruktur

- Hur ser ni på den allmänna tillgången av finansiering idag?
- Hur ser ni på tillgången till följande alternativa finansieringsformer?
 - Traditionell finansiering via bank
 - Obligationer – Säkerställda och Icke-säkerställda
 - Preferensaktier
 - Eget kapital
- Hur har ni valt att motivera ert val av kapitalstruktur?
- På vilket sätt har tillgången till finansiering förändrats historiskt?
- Värderar ni preferensaktier som skuld eller eget kapital?
- Hur skulle du vilja att er kapitalstruktur ser ut den kommande tiden?

Finansiella risker

- Hur ser ni på risker med olika typer av finansiering? (banklån, säkerställda obligationer, icke-säkerställda obligationer, preferensaktier, eget kapital)
- Hur arbetar ni med dessa risker?
- Om ni skulle bedöma denna risk i förhållande till andra risker i er verksamhet, hur ser den bedömningen ut?
- På vilket sätt spelar belåningsgraden in vid valet av finansiering?
- Vad är er ställning till de låga direktavkastningskraven som idag råder på den kommersiella fastighetsmarknaden?

Banker

- Hur har antalet banker samt relationerna till dessa förändrats de senaste 10 åren?
- På vilket sätt påverkas er finansiering av er relation till bankerna?
- Hur har ni påverkats av Basel III regleringen av bankerna?
- Vilka effekter tror du att en eventuell Basel IV reglering kommer ha på er?

Verksamhet

- Vad använder ni för avkastningskrav på eget kapital i investeringar och varför just denna siffra?
- Vilka faktorer påverkar valet av avkastningskrav?

Bilaga 11 – Intervjuunderlag analytiker/rådgivare

Finansiering och kapitalstruktur

- Hur ser ni på den allmänna tillgången av finansiering idag?
- Hur ser ni på tillgången till följande alternativa finansieringsformer?
 - Traditionell finansiering via bank
 - Obligationer – Säkerställda och Icke-säkerställda
 - Preferensaktier
 - Eget kapital

Kapitalkostnad på fastighetsmarknaden

- Hur hög belåningsgrad anser ni vara långsiktigt hållbart?
- Hur ser er relation som rådgivare ut till fastighetsbolagen samt bankerna idag?
- Ser ni preferensaktier som skuld eller eget kapital?
- Hur ser ni på användandet av preferensaktier? Positivt/negativt?
- Anser ni att fastighetsbolag har en optimal kapitalstruktur idag? Om inte, vad skulle ni vilja ändra på?

Fastighetsmarknaden

- Vilka effekter har finanskrisen fått på fastighetsmarknaden och hur har detta påverkat er?
- Vad är er ställning till de låga direktavkastningskraven som idag råder på den kommersiella fastighetsmarknaden?
- Hur ser ni på det låga ränteläget som vi befinner oss i? Vilka fördelar respektive nackdelar ser ni med den låga räntan?
- Vilka specifika risker ser ni med den låga räntan?
- Ser du den kommande tiden som säljarens marknad eller köparens?
- Hur märkte du av effekterna av Basel III när det implementerades?
- Hur tror du att Basel IV kommer att påverka fastighetsbolagen i Sverige?

Verksamhet

- Hur ser ni på framtiden och fastighetsmarknaden?