



LUNDS
UNIVERSITET

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

- En analys och kartläggning

Lova Bildstein-Hagberg
Gabriel Bring

Fastighetsvetenskap, Institution för teknik och samhälle
Lunds Tekniska Högskola, Lunds universitet

Copyright © Lova Bildstein-Hagberg & Gabriel Bring, 2021

Båda författarna har gemensamt bidragit till hela examensarbetet.

Fastighetsvetenskap
Institution för teknik och samhälle
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet
Box 118
221 00 Lund

ISRN LUTVDG/TVLM 21/5487SE

Tryckort: Lund

Public Pension Fund Managers Investment Strategies in Real Estate

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Lova Bildstein-Hagberg, Civilingenjörsutbildning i lantmäteri, LTH, Lunds universitet

Gabriel Bring, Civilingenjörsutbildning i lantmäteri, LTH, Lunds universitet

Handledare/Supervisor:

Ingemar Bengtsson, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds universitet

Biträdande handledare/Assisting Supervisor:

Han-Suk Song, universitetslektor, Fastighetsekonomi och finans, KTH, Kungliga tekniska högskolan

Examinator/Examiner:

Åsa Hansson, lektor/professor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds universitet

Opponent/Opponent:

Daniel Malmqvist, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds universitet

Nyckelord:

Allmänna pensionsfonder, Fastighetsinvestering, Investeringsstrategi, Diversifiering, Direkta fastigheter, Indirekta fastigheter ...

Keywords:

Public pension funds, Real estate investment, Investment strategy, Diversification, Direct real estate, Indirect real estate...

Abstract

Since 2010 the first, second, third and fourth Swedish public pension funds (AP-funds) have drastically increased their exposure towards real estate. The AP-funds have done this through starting and acquiring private property companies. With these companies, the funds have gradually increased their real estate assets. This study aims to identify the four AP-funds investment strategies in real estate by answering a number of research questions. One question was to find the underlying driving forces behind the increase in real estate allocations. Also, the reason why all four funds implemented this strategy by primarily investing through privately owned real estate companies were sought. The study also aims to show how the funds' investment strategies in real estate differ from one another and what similarities they have. The AP-funds were studied through interviews with real estate fund managers at every fund. The research questions were also answered on the basis of the four AP-funds' annual reports from 2010 to 2020, market reports on the development of the Swedish real estate market and theoretic concepts regarding properties as an investment object.

The results from the study were that the AP-funds' increase in allocation towards real estate can be derived from the financial crisis in 2008. The market conditions during this period gave opportunities for institutional investors, that still had access to capital, to acquire properties that had experienced a fall in price. There were also indications that the funds had an ambition to expand the asset class prior to this, but that the financial crisis provided the opportunity to realize it. Since 2008, the Swedish real estate market has seen a significant growth in values. Combined with falling interest rates this has resulted in favorable conditions to continue the expansion of the funds' real estate portfolios. Finally, the regulations in *Lagen om AP-fonderna* have favored diversification through investing in real estate.

The AP-funds have chosen to invest in real estate through privately owned companies since this has given them greater influence over the companies' assets and the choice of co-investors. In many cases this has also been a more cost-effective form of investment than investing through funds, since there is a closer link between the AP-funds and the cash flows from the underlying real estates. Finally owning companies directly matches the AP-funds' long term investment horizons.

The AP-funds real estate strategies are in many ways similar since they all have the same goal and abide under the same regulations. The most prominent similarities are that they all primarily invest in real estate via privately owned companies and that most of them are focused on the Swedish property market. AP2 differ from the rest since almost half of their real estate is located outside of Sweden. Further on, the spread in

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

real estate sectors is another difference between the funds. AP3 and AP1 have a wide spread between sectors while AP2 is dominated by office properties. Except their office holdings via the mutually owned Vasakronan, AP4 is focused on public and residential real estate.

Furthermore, the study also investigated how the diversification effects differ between directly held properties and indirect real estate assets. This was performed through a quantitative analysis of the development of market indices of public Swedish property companies and the Swedish direct property market. These were compared with each other and with a market portfolio via an econometric method, to investigate if there was a possible covariation. The result was that listed real estate shares had a far higher return and volatility than the direct real estate index. This despite that the direct real estate index was converted to reflect return on equity. Real estate shares also had a strong correlation with the market portfolio which direct properties lacked. There was a weak correlation between direct and listed properties. However, the data over returns from the direct real estate market was clearly inadequate. This means that it is not possible to draw any definitive conclusions about the difference in diversification effect.

Sammanfattning

Sedan 2010 har de första fyra allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) markant ökat sin exponering mot tillgångsslaget fastigheter. Detta har fonderna gjort via bildande och uppköp av privata fastighetsbolag som ägs helt eller delvis. Via dessa bolag har fonderna succesivt utökat sitt fastighetsinnehav. Denna undersökning ämnade att kartlägga de fyra AP-fondernas strategier inom fastighetsområdet genom att svara på ett antal forskningsfrågor. Dels eftersöktes de bakomliggande drivkrafterna till allokeringssökningen inom fastigheter och dels orsaken varför samtliga fonder främst genomfört utvecklingen genom direktägda privata fastighetsbolag. Kartläggningen ämnade även att visa på vilka sätt fondernas fastighetsstrategier differentierar sig från respektive liknar varandra. AP-fonderna undersöktes via intervjuer med ansvariga över fondernas fastighetsportföljer. Forskningsfrågorna besvarades även med grund i AP-fondernas publicerade årsredovisningar från 2010 till 2020, marknadsrapporter över fastighetsmarknadens utveckling samt teoretiska koncept angående fastigheter som investeringsobjekt.

Resultaten från undersökningen blev att ökningen av AP-fondernas allokering mot fastigheter har sin grund i den finansiella krisen 2008. Marknadsförhållandena under denna period gav goda möjligheter för institutionella investerare med god kapitaltillgång att förvärva fastigheter som genomgått en prisnedgång. Det fanns även indikationer på att strävan efter att utöka exponeringen mot tillgångsklassen fanns tidigare men att finanskrisen gav möjligheten att genomföra den. Sedan 2008 har det varit en markant värdetillväxt på den svenska fastighetsmarknaden som kombinerat med sjunkande räntor gett fördelaktiga förhållanden för att fortsätta utöka exponeringen mot fastigheter. Slutligen har regleringarna i Lagen om AP-fonderna gett goda möjligheter att diversifiera genom fastigheter.

AP-fonderna har valt att investera i fastigheter genom direktägda bolag då detta har gett dem en större möjlighet till inflytande över investeringsobjekten och val av medinvesterare. Det är i många fall även en mer kostnadseffektiv investeringsform än exempelvis fondinvesteringar då färre mellanhänder ligger mellan AP-fonderna och kassaflödena från de underliggande fastigheterna. Slutligen passar direktägande AP-fondernas långsiktiga investeringshorisont.

AP-fondernas fastighetsstrategier är på många sätt lika då de alla verkar med samma mål och under samma regelverk. De största likheterna ligger i att de alla framförallt investerar genom direktägda privata fastighetsbolag samt att majoriteten av dem har ett övervägande fokus på Sverige. Här sticker AP2 ut vars fastighetsportfölj har knappt hälften av sina tillgångar utomlands. Vidare är spridningen mellan olika sektorer

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

ytterligare en olikhet mellan fondernas fastighetsinnehav. AP3 och AP1 har en mycket stor spridning mellan flertalet sektorer medan AP2 är dominerade av kontorsfastigheter. AP4 däremot är fokuserade på bostäder och samhällsfastigheter samt även kontor i och med det gemensamma innehavet Vasakronan.

Vidare undersöktes även hur diversifieringseffekterna skiljer sig mellan direkta fastigheter och indirekta fastighetstillgångar som fastighetsaktier. Detta gjordes via en kvantitativ analys över avkastningsserier från börsindex över svenska fastighetsbolag och ett index över den svenska direkta fastighetsmarknaden. Dessa jämfördes med varandra och en marknadsportfölj via en ekonometrisk metod för att undersöka om det fanns en eventuell samvariation. Resultatet blev att noterade fastighetsaktier har långt högre avkastning och risk än det direkta fastighetsindexet. Detta trots att det direkta fastighetsindexet räknades om till avkastning på eget kapital. Fastighetsaktier hade även en stark korrelation med marknadsindexet vilket direkta fastigheter saknade. Det fanns en svag korrelation mellan direkta och noterade fastigheter. Däremot var dataunderlaget över avkastningsserien från direkta fastighetsmarknaden mycket bristfälligt vilket gjorde att eventuella slutsatser om skillnaden i diversifieringseffekt tyvärr inte gick att dra.

Förord

Det här arbetet har varit otroligt lärorikt för oss båda. Vi har tagit oss igenom en hel del motgångar på vägen och därför känns det som en vinst att nu äntligen få sätta sig ned och skriva förordet. Först och främst vill vi tacka vår handledare Ingemar Bengtsson som inte bara hjälpte oss att utforma och konkretisera våra frågeställningar utan även varit vägledande under skrivandets gång. Vi vill också tacka vår biträdande handledare Han-Suck Song och även Christina Gustafsson. Utan er hade vi inte fått tag på indexet över den svenska direkta fastighetsmarknaden, vilket var avgörande för den kvantitativa del av arbetet. Avslutningsvis vill vi tacka intervjupersonerna från AP1-4 för att ni ville ställa på intervjuer. Samtalen var inte bara avgörande för analysen utan lärde oss även mycket om vår framtida bransch.

Innehållsförteckning

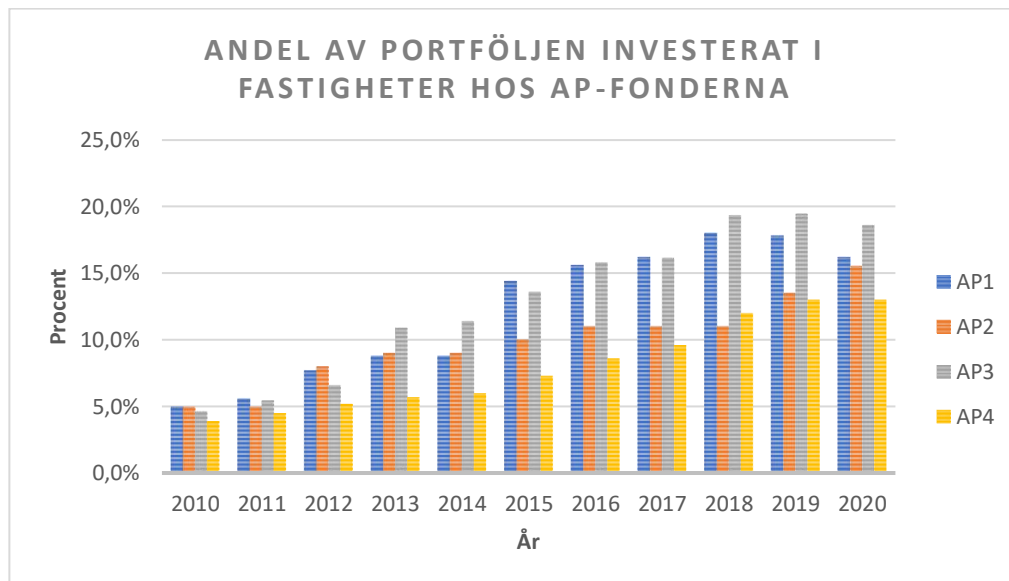
1 Inledning	10
1.1 Syfte	11
1.2 Den svenska fastighetsmarknaden	11
1.3 Tidigare forskning	13
1.4 Examensarbetets disposition	14
2 Det svenska pensionssystemet	15
2.1 Det svenska pensionssystemet	15
2.3 Pensionssystemets finansiella balans	16
2.4 AP-fonderna – buffertfonderna	17
2.5 AP-fondernas fastighetsinvesteringar	19
2.5.1 AP1	19
2.5.2 AP2	21
2.5.3 AP3	22
2.5.4 AP4	23
3. Modern Portföljvalsteori	24
3.1 Bakgrund	24
3.2 Förväntad avkastning och standardavvikelse	25
3.3 Korrelation	25
3.4 Betavärde	26
3.5 Sharpe kvot	26
3.6 Kapitalstruktur	27
4 Fastigheter som investeringsobjekt	28
4.1 Tillgångsklassen fastigheter	28
4.2 Varför investeras det i fastigheter?	29
4.2.1 Diversifiering	29
4.2.2 Inflationsskydd	30
4.2.3 Direktavkastning	30
4.3 Investeringsprodukter och strategier	30
4.3.1 Privat eget kapital	31
4.3.2 Noterat eget kapital	33
4.3.3 Privat belåning	34
4.3.4 Noterad belåning	34
4.4 Diversifiering inom en fastighetsportfölj	34
4.4.1 Regioner	35
4.4.2 Sektorer	35

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

4.4.3 Fler regioner eller fastighetstyper?	36
4.5 Att mäta avkastning från fastigheter	37
5 Metod och val av data	37
5.1 Kvalitativ undersökning	37
5.2 Kvantitativ undersökning	39
5.2.1 Data	39
5.2.2 Korrigering av fastighetsindex	42
5.2.3 jämförelse mellan direkta och indirekta fastigheter	45
6 Resultat	45
6.1 Kvalitativa Resultat	45
6.1.1 Övergripande strategi	46
6.1.2 Segment och regioner	48
6.1.3 Investeringsform	50
6.1.4 Hur fastighetsstrategin har förändrats	51
6.1.5 Framtidsutsikter	53
6.1.6 Organisation	54
6.2 Kvantitativa resultat	55
7 Diskussion	57
8 Slutsats	64
9 Referenser	66

1 Inledning

De svenska pensionssystemets fyra buffertfonder, första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna (härefter kallade AP-fonderna) ombildades 2001 i och med reformeringen av det allmänna pensionssystemet (Andra AP-fonden, 2020). Deras syfte är att generera en långsiktig avkastning till största möjliga nytta för den allmänna inkomstgrundade pensionen (SFS 2000:192). Vid början av 2001 bestod den genomsnittliga AP-fonden av 70% obligationer, 24% svenska aktier, 3% utländska aktier och 3% fastigheter. Portföljen förändrades drastiskt under det första verksamhetsåret då ca hälften av obligationerna och en del av de svenska aktierna såldes och kapitalet allokerades mot utländska aktier (Fjärde AP-fonden, 2002) (Tredje AP-fonden, 2002). Sedan dess har andelarna förändrats och det senaste decenniet har man sett en kraftig ökning i andelen kapital allokerat mot tillgångsklassen fastigheter hos samtliga AP-fonder. Idag ligger exponeringen mot fastigheter hos buffertfonderna på en andel mellan 13–19 %. I figur 1 visas utvecklingen av de fyra buffertfondernas fastighetsexponering över tio år¹. Av bilden är det tydligt att majoriteten av ökningen inom fastigheter skett under det senaste tio åren.



Figur 1 visar utvecklingen av AP-fondernas allokering mot fastigheter från 2010–2020.

Trots att AP-fonderna ligger under samma regelverk och har lika uppdrag tycks de ha antagit uppdraget på olika sätt. De nuvarande fastighetsportföljerna hos AP-fonderna ser olika ut när det kommer till aspekter såsom geografisk spridning, sektorer och till

¹ Siffror hämtade från AP-fondernas årsredovisningar 2010–2020.

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

viss mån också investeringstyp. Den främsta likheten går däremot att hitta i att samtliga AP-fonder låter sin fastighetsportfölj domineras av privata fastighetsbolag som ägs helt eller i delägarskap med likasinnade aktörer. Utöver det placeras kapital i fastigheter via indirekta investeringsformer så som fondplaceringar och noterade fastighetsaktier

1.1 Syfte

Syftet med detta examensarbete är att kartlägga och beskriva bakgrunden till de fyra AP-fondernas investeringsstrategier inom fastigheter. Detta görs genom att besvara ett antal frågeställningar angående deras ökade fastighetsexponering, deras val av investeringsform och hur deras strategier förhåller sig till varandra. Vidare är syftet att beskriva hur diversifieringseffekterna skiljer sig mellan att investera i direktägda fastigheter jämfört med noterade fastighetsaktier i Sverige. Nedan visas samtliga forskningsfrågor som detta examensarbete ämnar besvara.

Vad är bakgrunden till att förvaltarna av första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna har ökat exponeringen mot fastigheter under 2010–2020?

Av vilka anledningar har förvaltarna av första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna valt att investera i fastigheter främst i form direktägda privata fastighetsbolag?

Hur ser första, andra, tredje och fjärde AP-fondernas fastighetsstrategier ut och vad differentierar dem från varandra?

Hur skiljer sig diversifieringseffekterna mellan att investera i den svenska direkta fastighetsmarknaden jämfört med den noterade fastighetsmarknaden?

1.2 Den svenska fastighetsmarknaden

Det kan antas att utvecklingen av AP-fondernas fastighetsarbete är influerat av förhållandena på fastighetsmarknaden. Den svenska och globala fastighetsmarknadens utveckling under 2010–2020 är starkt färgad av finanskrisen 2008. Under detta år och framför allt efterföljande år sänktes transaktionsvolymerna drastiskt i hela Europa, främst på grund av problem med finansiering då bankerna var restriktiva med kreditgivning. Sverige var däremot det land som hade den minsta nedgången i transaktionsvolym i Europa. Detta på grund av att lågt belånade inhemska institutionella investerare fortfarande hade tillgång till kapital och därför kunde profitera på de lägre prisnivåerna. Ett exempel på detta är dåvarande AP-fastigheters förvärv av Vasakronan under 2008 (Newsec, 2009). Under det tidiga tiotalet präglar statsskuldskrisen Europa och kapitalmarknaden. Bankernas återhållsamhet gällande långivning förorsakar kreativa finansieringslösningar. Finansiering av fastighetsinvesteringar med hjälp av företagsobligationer blir allt vanligare (Svefa,

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

2012), (Svefa, 2013). I övrigt börjar internationella investerare åter visa intresse för svenska fastigheter, även då inhemska institutioner och större fastighetsbolag fortfarande dominerar marknaden (Svefa, 2012).

I Newsecs rapport från 2015 över fastighetsmarknadens utveckling under femton år beskriver de också hur institutionella investerare som historiskt sett har haft en låg exponering mot fastigheter börjar allokera kapital från aktiemarknaden mot fastigheter. Förutom volatiliteten på aktiemarknaden nämns fallande räntor som en orsak till detta. Under 2015 når Riksbankens styrränta för första gången en negativ nivå. De goda möjligheterna till finansiering leder till ökande transaktionsvolymen och 2014 är volymen tillbaka på nivån innan finanskrisen. Däremot förändras fördelningen över sektorer där andelen transaktioner med kontors- och handelsfastigheter minskat till förmån för bostäder och samhällsfastigheter (Newsec, 2015). Det fortsatt låga ränteläget gör att de efterföljande åren blir goda år på fastighetsmarknaden med rekordhöga transaktionsvolymen. Fastighetspriserna ökar, framför allt i centrala delar av storstäderna och som följd sjunker direktavkastningen till historiskt låga nivåer (Svefa, 2017), (Finansinspektionen, 2019).

Första halvan av 2020 påverkar coronapandemin fastighetsmarknaden med lägre transaktionsvolymen som följd. Dessa återhämtar sig dock under årets sista kvartal. Kontorsmarknaden är det segment som drabbats av den största minskningen i transaktioner. Detta på grund av en osäkerhet i hur framtidens arbetsplatser kommer se ut efter pandemin (Catella, 2021). Svenska investerare dominerar bland köparna även om intresset från utländska investerare bedöms som fortsatt starkt. De framtida räntelägena och bankernas utlåningsvilja kommer bli avgörande för fastighetsmarknadens fortsatta utveckling (Svefa, 2020), (Catella, 2021).

Institutionella investerares intåg på den privata fastighetsmarknaden under 10-talet kan exemplifieras genom den norska oljefonden (Statens Pensjonsfond utland). Idag är fonden en av världens största fastighetsägare med en fastighetsportfölj till ett värde av 273 miljarder norska kronor år 2020. Deras fastighetsarbete började däremot så sent som 2010 när de gjorde sitt första privata fastighetsköp i centrala London på Regent Street. Sedan dess har de utökat sitt innehav med centralt belägna fastigheter i främst Europa och USA. Fokus ligger på kontor, logistik och handel i stora och växande städer med ett begränsat utbud som Paris, New York och Washington D.C. (Norges Bank Investment Management, 2020).

1.3 Tidigare forskning

Majoriteten av den publicerade forskningen angående pensionsfonders fastighetsinvesteringar har gjorts utanför Sverige. Undersökningar om AP-fonderna har däremot varit ett populärt ämne för tidigare examensarbeten.

Tidigare studier har gjorts över hur pensionsfonder investerar i fastigheter via direkt eller indirekt ägande. Resultaten från en undersökning av Andonov, et al. (2013) över pensionsfonder på flera globala marknader var att större pensionsfonder, likt AP-fonderna, föredrar att investera i en kombination av indirekta- och direkta fastigheter. Mindre pensionsfonder ignorerar indirekta investeringar och använder sig av direkta fastigheter som investering, om de investerar i fastigheter över huvud taget. Författarnas rekommendation var att mindre pensionsfonder bör koncentrera sig på indirekta fastighetsinvesteringar då dessa ger liknande fördelar som direkt ägande och är mindre kapitalintensiva. Slutligen kom rapporten fram till att större fonder fick överlag bättre resultat och lägre kostnader vid fastighetsinvesteringar. (Andonov, et al., 2013)

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter undersöktes i ett examensarbete från KTH 2014. Resultatet var att AP-fonderna då borde investera mer i fastigheter men att de var begränsade av vissa lagstadgade placeringsregler (Pietrewicz & Roihjert, 2014). Idag har placeringsreglerna för AP-fonderna ändrats vilket har förändrat deras förutsättningar och därmed gör denna studie aktuell.

Tidigare forskning angående hur den direkta fastighetsmarknaden förhåller sig till den indirekta har framförallt gjorts i internationella undersökningar. Här ställs avkastningsserier från direkta fastigheter ofta mot REITs – en typ av värdepapperiserade fastigheter som handlas med på en öppen marknadsplats. REITs finns i dagsläget inte i Sverige men i bland annat USA och Storbritannien. Mer om investeringsformen finns att läsa i avsnitt 4.3.2. Artiklar om ämnet undersöker om REITs beter sig som aktier eller som fastigheter och svaren är något delade.

Då direkta och indirekta fastighetsinvesteringar baseras på samma typ av underliggande tillgång tycks det inte främmande att anta att dessa investeringsformer följer samma trend och drivs av någon slags gemensam fastighetsfaktor. En annan möjlighet är att noterade fastighetstillgångar istället följer trenderna på den noterade marknaden och därför beter sig mer som aktier än som fastigheter. Det tidigare alternativet skulle innebära att diversifieringsfördelarna som många gånger är en drivkraft bakom allokering mot fastigheter går att vinna genom att investera genom noterade fastighetstillgångar.

Det är relativt fastslaget att det inte finns någon signifikant kortsiktig samtida korrelation mellan avkastningsserier från REITs och fastighetsutdelningar. Prisnivåerna av REITs påverkas direkt av ny marknadsinformation medan avkastningsserier från direkta fastigheter är drabbade av autokorrelation som följd av en stelhet i värderingar (Goetzmann & Ibbotson, 1990). Det föreslås istället av vissa att prestationen av REITs ligger ett antal perioder före avkastningsserierna från fastigheter och därmed förutspår utvecklingen på den direkta fastighetsmarknaden (Geltner & Kluger, 1998). Senare artiklar ser ett tätt samband mellan REITs och fastigheter när analysen istället görs på lång sikt. Ett samband långt starkare än det mellan REITs och övriga aktiemarknaden (Hoesli & Oikarinen, 2012).

Även då det finns flera likheter mellan REITs och fastighetsaktier är de inte samma typ av tillgång. Efter våra eftersökningar har inte undersökningar som istället jämför fastighetsaktier med direkta fastigheter hittats, med undantag för vissa examensarbeten. Då REITs inte finns i Sverige har inte liknande forskningsrapporter som i tidigare stycket gjorts över svenska marknaden. Denna undersökning ämnar därför att utöka kunskapsunderlaget angående sambandet mellan direkta och indirekta fastigheter på den svenska fastighetsmarknaden.

1.4 Examensarbetets disposition

Efterföljande kapitel presenterar bakgrund och teoretiska koncept som undersökningen tar avstamp i. Kapitel 2 beskriver det svenska allmänna pensionssystemets uppbyggnad och AP-fondernas syfte och regleringar. Här ges även en mer ingående beskrivning av de fyra AP-fondernas nuvarande fastighetsinnehav. I Kapitel 3 beskrivs relevanta begrepp inom modern portföljvalsteori och en kort genomgång av kapitalstruktur. I kapitel 4 beskrivs fastigheter som tillgångsklass och olika tillvägagångsätt att investera i fastigheter. Därefter beskrivs valda metoder och data i kapitel 5 och sedan resultat, diskussion och slutsats i kapitel 6, 7 och 8.

2 Det svenska pensionssystemet

Sveriges pensionssystem består av en privat och en allmän del. I detta kapitel beskrivs det hur det svenska pensionssystemet är uppbyggt och vilka mål samt regleringarna de svenska AP-fonderna arbetar efter. Därutöver redogörs fastighetsinnehavet för de fyra AP-fonderna, vilket är hämtat från deras respektive årsredovisningar samt Fastighetsvärldens kartläggning av fonderna.

2.1 Det svenska pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet i sin nuvarande form infördes 2001 då en reformering gjordes från det dåvarande ATP-systemet som inte bedömdes som långsiktigt hållbart. I det nuvarande pensionssystemet beräknas pensionerna utifrån hela livsinkomsten och pensionerna balanseras även i förhållande till systemets finansiella ställning (Andra AP-fonden, 2020). Pensionsmyndigheten är ansvarig för Sveriges pensionssystem som är uppbyggt av de tre delarna allmän pension, tjänstepension och privat pensionsförsäkring. Den allmänna pensionen stod 2018 för 62 % av de totala utbetalningarna från det svenska pensionssystemet medan tjänstepensionen och privata pensionsförsäkringar stod för 27 % respektive 3 % av utbetalningarna (Pensionsmyndigheten, 2020).

Allmän pension

Den allmänna pensionen består av inkomstpension och premiepension och är båda inkomstgrundade. Avgiften för pensionen betalas av den försäkrade i samband med preliminärskatten, av arbetsgivaren och i vissa fall av staten när den pensionsgrundande inkomsten består av social- och arbetslöshetsbidrag. Totalt uppgår pensionsavgiften till 18,5 % av pensionsunderlaget varav 16 % går till inkomstpensionen och 2,5 % till premiepensionen. Pensionsunderlaget är däremot maximerat till 7,5 inkomstbasbelopp vilket 2019 motsvarade 483 000 kronor. Avgiften för inkomstpensionen tillförs första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna som även månadsvis betalar ut inkomstpensioner. Utbetalat belopp motsvarar minst den betalade pensionsavgiften men räknas vanligen upp enligt den allmänna inkomstillväxten med ett inkomstindex. Premiepensionen förvaltas av sjunde AP-fonden om den försäkrade inte själv väljer förvaltande fond. Varje månad säljs fonder för att täcka pensionsutbetalningarna. Utbetalat belopp är uppräknat med utvecklingen av den fond som förvaltats premiepensionsavgiften. (Pensionsmyndigheten, 2020)

Tjänstepension

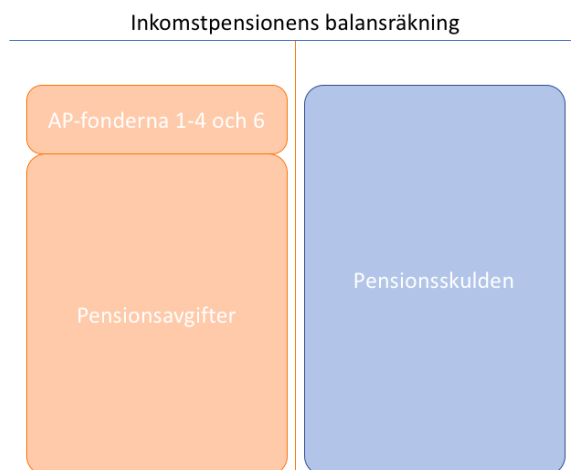
I Sverige har 9 av 10 anställda tjänstepension. Tjänstepension är den del av pensionen som arbetsgivaren betalar ut till sina anställda. Den bestäms genom kollektivavtal mellan arbetsgivaren eller arbetsgivareorganisation och fackförbund och kan skilja sig mellan olika arbetsgivare. Tjänstepension finns alltid för de som arbetar inom region, kommun eller statligt men finns inte alltid hos privata bolag. Med både allmän pension samt tjänstepension får den försäkrade mellan 60–80% av lönen i pension, beroende på hur länge den har arbetat och lön. (Pensionsmyndigheten, 2021)

Privat pensionsförsäkring

Förutom den allmänna pensionen samt tjänstepension finns det möjlighet att spara en privat pension. Reglerna för avdragsrätten av privat pensionssparande ändrades år 2016 och gjorde att det inte längre är möjligt att göra avdrag i deklarationen för privata pensionsförsäkringar eller individuella pensionssparanden (IPS). Efter lagändringen är det vanligt att pensionssparare sparar sina pengar på ett investeringssparkonto (IKS) eller i kapitalförsäkringar. (Pensionsmyndigheten, 2021)

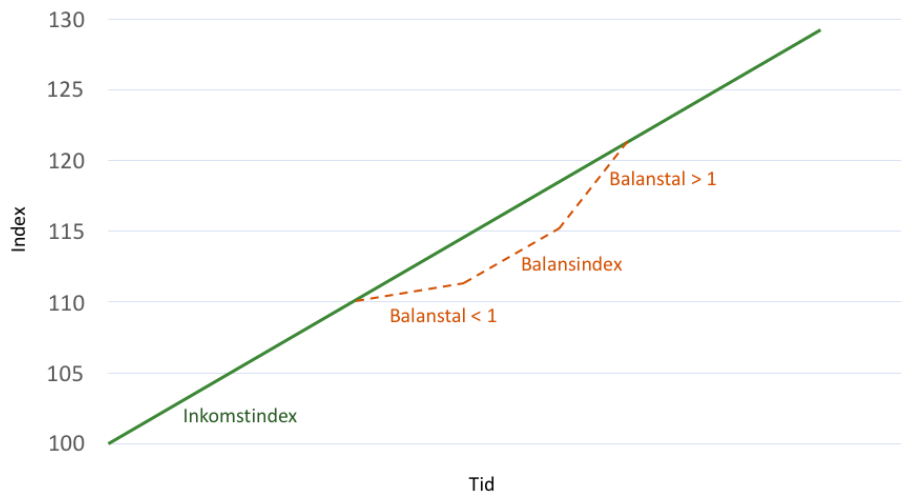
2.3 Pensionssystemets finansiella balans

Kapitalet i AP-fonderna ett till fyra samt i sjätte AP-fonden utgör cirka 15 % av tillgångarna i inkomstpensionssystemet. Resterande tillgångar består av värdet av framtida pensionsavgifter. De motsvarande skulderna är pensionsskulden, värdet av upparbetade pensionsskulder. Den finansiella ställningen i systemet utgörs av balanstalet och är kvoten mellan tillgångar och skulder (Andra AP-fonden, 2020). Talet kan variera beroende på olika demografiska och ekonomiska tillstånd i landet. Då balanstalet < 1 är alltså pensionsskulden högre än tillgångarna i systemet och tvärt om. I figur 2 visas inkomstpensionens balansräkning med ett balanstal = 1.



Figur 2 Balansräkningen för den allmänna inkomstgrundade pensionsförsäkringen.

För att pensionsavgiften för inkomstpension ska kunna hållas fast vid 16 % aktiveras den automatiska balanseringen av systemet när balanstalet understiger 1. Uppskrivningstakten av pensionsskulden minskas då från inkomstindexets utveckling till ett tillfälligt balansindex. Resultatet blir att utbetalade inkomstpensioner förräntas med en lägre faktor. Om balanstalet vid ett senare tillfälle överstiger 1 och balanseringen fortfarande är aktiverad skrivs istället pensionsskulden upp i en högre takt än inkomstindex fram till dess att balansindex når inkomstindexets nivå och balanseringsperioden kan avslutas. Den senaste balanseringsperioden av inkomstpensionssystemet pågick från 2010 och upphörde 2018. (Pensionsmyndigheten, 2020). I figur 3 visas en visuell representation av den automatiska balanseringen.



Figur 3 Schematisk bild över den automatiska balanseringen. Bilden är inspirerad av likande bild i (Pensionsmyndigheten, 2020)

2.4 AP-fonderna – buffertfonderna

Som tidigare nämnt utgör första, andra, tredje, fjärde och sjätte AP-fonderna samt framtida pensionsavgifter tillgångarna i inkomstpensionssystemet. Om mer pensionsavgifter betalas in ett visst år än vad som behövs för att täcka årets utbetalade inkomstpensioner går överskottet till första-fjärde AP-fonderna, vilket är varför dessa kallas buffertfonderna (Första AP-fonden, 2020). Den sjätte AP-fonden utgör endast en tillgång och tillförs varken pensionsavgifter eller gör pensionsutbetalningar (Pensionsmyndigheten, 2020). De fyra buffertfonderna är alla fristående statliga myndigheter som agerar oberoende från regeringen och deras verksamhet är ytterst reglerad i Lagen om allmänna pensionsfonder (SFS 2000:192).

Mål

Första-Fjärde AP-fondernas övergripande mål är att långsiktigt förvalta medlen till största möjliga nytta för försäkringen för allmän inkomstgrundad pension. Fondens totala risknivå ska vara låg samtidigt som de har mål om en hög långsiktig avkastning. AP-fonderna har även mål om en föredömlig förvaltning vilket dels handlar om att risk och avkastning ska vara anpassad efter pensionssystemets behov. Det betyder även att fonden ska förvaltas med hållbarhet i åtanke, utan att avkall görs på den långsiktigt höga avkastningen. (SFS 2000:192)

Reglering

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder ska Första-Fjärde AP-fonderna förhålla sig till vissa placeringsregler. Den 1 januari 2019 trädde vissa ändringar i lagen i kraft vilket delvis innebar att fondförvaltarna fick större frihet att placera i illikvida, onoterade tillgångar (Proposition 2017/18:271). Den 1 maj 2020 gjordes vissa ytterligare ändringar. Nedan visas en kortfattad beskrivning i punktform av placeringsreglerna som bedöms påverka AP-fondernas fastighetsinvesteringar.

- Minst 20 % av fondmedlen ska placeras i likvida räntebärande värdepapper med låg kreditrisk 4 kap, § 4 (SFS 2000:192). Innan januari 2019 låg minimumgränsen på 30 %. (Proposition 2017/18:271)
- Illikvida tillgångar får som mest uppta 40 procent av den totala portföljen, här inkluderas onoterade bolag och fastigheter 4 kap § 8 (SFS 2000:192). Innan januari 2019 var begränsningen att max fem procent av portföljen fick bestå av onoterade tillgångar, exklusive fastigheter som inte låg under någon begränsning. (Proposition 2017/18:271)
- AP-fonderna får endast inneha aktier eller andelar som inte handlas med på en noterad marknad endast genom fonder, fastighetsbolag eller riskkapitalbolag enligt 4 kap, § 8a. (SFS 2000:192)
- Första-Fjärde AP-fonderna får inte äga en så pass stor andel av ett företag att fondens röstantal överstiger 10 % 4 kap, § 9 (SFS 2000:192). Från denna regel görs flera undantag, nedan nämns de som anses relevanta för rapporten.
 - För investeringar i privata riskkapitalbolag ligger begränsningen på 35% av rösterna (30% innan 2020) (Proposition 2019/20:57) (4 kap, § 9) (SFS 2000:192).

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

- För investeringar i privata fastighetsbolag finns ingen begräsning på max antal röster 4 kap, § 9, 1p. (SFS 2000:192)
- Om en fond äger över 10 % av rösterna i ett privat fastighetsbolag som sedan görs publikt får fonden inte öka sin andel så länge röstantalet överstiger 10 % 4 kap § 9, 2p. (SFS 2000:192)

2.5 AP-fondernas fastighetsinvesteringar

De fyra AP-fonderna äger och delägar flera stora svenska och internationella fastighetsbolag och har även innehav i olika fastighetsfonder. I figur 4 visas en sammanfattande bild över fondernas största innehav. I avsnitt 2.5.1-4 ges mer ingående beskrivningar över vardera fonds innehav.

AP1	AP2	AP3	AP4
<ul style="list-style-type: none">• Vasakronan• Willhelm• Cityhold• Aros bostäder• Secore• Urbanea• Fonder	<ul style="list-style-type: none">• Vasakronan• US Office• Cityhold• Fonder• Jord & Skog	<ul style="list-style-type: none">• Vasakronan• Hemsö• Trophi• Regio• Trenum• Fonder• Skog	<ul style="list-style-type: none">• Vasakronan• Rikshem• Noterade fastighetsbolag

Figur 4 visar en översiktlig bild över de fyra AP-fondernas fastighetsinnehav. (AP-fonderna 1-4, 2021)

2.5.1 AP1

Den första AP-fondens fastighetsinvesteringar uppgår till 100 miljarder i underliggande fastighetsvärde, vilket är det näst största innehavet efter den tredje AP-fonden. Fondens största placeringar finns i kvartsägda Vasakronan och det helägda bolaget Willhelm. Därutöver har även fonden exponering mot kontorsfastigheter genom delägarskapet i Cityhold Office Partnership (CHOP). Utöver de nämnda investeringarna har fonden ytterligare 17 st. fastighetsrelaterade innehav. 83 % av fastighetsportföljen finns i Sverige. Utomlands är portföljen utspridd i Europa, Australien och Asien. Investeringstempot har minskat och fonden har under de senaste åren även avyttrat tre st. fonder (Fastighetsvärlden, 2021). 2020 var exponeringen mot fastigheter ca 16,2 % (Första AP-fonden, 2021).

Fonden äger även 38% respektive 35% i Anglo Scandinavian Estates (ASE) I och III. Urbanea Fastigheter AB som har sitt fäste i Stockholm ägs till 99% av den första AP-fonden. (Första AP-fonden, 2020)

Vasakronan

Vasakronan är Sveriges största fastighetsbolag och ägs till lika delar av AP1, AP2, AP3 och AP4. 2008 köptes Vasakronan från svenska staten av AP-fondernas gemensamma fastighetsbolag AP-fastigheter som sedan tog Vasakronans namn. Bolaget har ett fastighetsbestånd som omfattar 171 fastigheter med ett marknadsvärde som uppgår till 162 miljarder kronor. Vasakronan äger, förvaltar och utvecklar kontor- och butiksfastigheter i Sveriges fyra största städer. (Vasakronan, u.d.)

Willhelm

Willhelm bildades 2011 och är ett bostadsbolag som äger, förvaltar och utvecklar hyreslägenheter på tillväxtorter runt om i Sverige (Willhelm, 2013). I bolagets årsredovisning från 2019 presenterades ett fastighetsbestånd på 40 075 miljoner. Den första AP-fonden äger 100% av bolaget vilket ger AP1 en bred exponering mot den svenska hyresmarknaden. (Willhelm AB, 2019)

Cityhold Office Partnership

CHOP bildades 2011 (Andra AP-fonden, 2012) och är en joint venture vars syfte är att investera i fastigheter i storstadsregioner i Europa med hög tillväxt. Företaget fokuserar på centralt belägna kontorsfastigheter med hög kvalitet och äger i dagsläget fastigheter i London, Paris, Amsterdam, München och Hamburg med ett sammanlagt värde om ca € 2,9 miljarder (Andra AP-fonden, 2021). Första AP-fonden är 25 procentig ägare av CHOP tillsammans med Andra AP-fonden, den amerikanska pensionsfonden TIAA och CBRE GI som sedan 2020 alla äger lika andelar i företaget. TIAA förvaltar fastighetsportföljen genom det helägda bolaget Nuveen Real Estate (Nuveen Real Estate, 2020).

Aros bostad

För att exponera sig mot bostadssidan har den första AP-fonden sedan ett tag tillbaka tagit position i bolaget Aros fond. AP1 har dessutom ökat sitt innehav i bolaget och blev nyligen delägare i Aros moderbolag, Aros bostad (Fastighetsvärlden, 2021). Vid 2019 års bokslut ägde den första AP-fonden 19,8% av bolaget. (Aros Bostadsutveckling, 2019)

Secore Fastighet AB

Första AP-fonden äger 50% av bolaget Secore och ICA Fastigheter äger den andra halvan. Bolaget har fokus på livsmedelsbutiker och äger 40 st. fastigheter över hela Sverige. Affärsidén i bolaget är att utveckla och förvalta livsmedelsbutiker som främst är inriktade på ICA som hyresgäst. (Secore Fastigheter AB, u.d.)

Urbanea Fastigheter

Urbanea är ett svenskt fastighetsbolag som den första AP-fonden har en 99% ägarandel i (Första AP-fonden, 2020). Bolaget har ett långsiktigt fokus och förädlar och förvaltar kommersiella fastigheter inom storstockholmsområdet. (Urbanea Fastigheter, u.d.)

Utöver innehavet i de onoterade fastighetsbolagen har den första AP-fonden även fastighetsinvesteringar i onoterade fonder. I tabell 1 presenteras fondens innehav.

Tabell 1 Första AP-fondens innehav i fonder. (Första AP-fonden, 2019)

<i>Fonder</i>	<i>Aktieandel</i>	<i>Fastighetssektor</i>	<i>Region</i>
Aberdeen Asia III	38%	Blandat	Asien, Stillhavsområdet
Aberdeen European Sec	50 %	Blandat	Europa
Harrison Street II	20 %	Bostäder	Europa
Citic, Capital China Retail	11 %	Handel	Kina
AMP Retail	3,5 %	Köpcentrum	Australien
White Peak II	26%	Bostäder	Kina
White Peak III	25%	Bostäder	Kina
White Peak IV	24%	Bostäder	Kina

2.5.2 AP2

Den andra AP-fonden har i dagsläget minst kapital i fastigheter sett utifrån underliggande fastighetsvärde. Vasakronan utgör fondens största och enda svenska innehav. Resterande del av portföljen (48 %) ligger i USA, Europa, Asien och Brasilien i fallande ordning avseende andel. De tre största innehaven Vasakronan (se avsnitt 2.5.1), Cityhold Office Partnership (se avsnitt 2.5.1) och US Office Holding är i form av direktägda onoterade bolag och utgör tillsammans 91 % av den konventionella fastighetsportföljen. (Andra AP-fonden, 2021)

US Office Holding

Andra AP-fonden blev delägare i US Office Holding 2012 (Andra AP-fonden, 2013). Övriga delägare är den sydkoreanska pensionsfonden NPS och det amerikanska fastighetsbolaget Tishman Speyers. Företaget äger både helt och delvis centralt belägna kontorsfastigheter i amerikanska storstäder som New York City, Chicago och Washington. Marknadsvärdet av de totala fastighetstillgångarna är ca \$5,6 miljarder och Andra AP-fondens ägarandel är 41 % (Andra AP-fonden, 2021).

Fonder

Vidare fastighetsinvesteringar är genom fonder som investerar på tillväxtmarknader i Europa, Asien och Brasilien. Andra AP-fonden har 6 % av sin fastighetsportfölj i tre av Gaw Capitals fonder. Fonderna investerar i fastigheter i östra Asien, främst Kina. Även fonden Centurion II (< 1% av portföljen) investerar i Kina, med fokus på nyproduktion av industrifastigheter i Shanghai och Peking. I Europa har Andra AP-fonden 1 % av fastighetsportföljen i den Polska fonden Hines som investerar i kontors-

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

och logistikfastigheter i Krakow och Warsawa. Slutligen har fonden 1 % av kapitalet i den Brasilianska fonden GTIS som fokuserar på fastighetsmarknaden i Rio och Sao Paulo. (Andra AP-fonden, 2021)

Förutom konventionella fastigheter har andra AP-fonden även investerat i jord- och skogsbruk sedan 2010. I dagsläget utgörs portföljen av 12 stycken olika fonder och bolag. Tillgångarna inom jordbruk är i form av delägarskap i bolag som ägs tillsammans med likartade investerare. Jordbruksfastigheterna återfinns i Australien, Brasilien, Polen och USA. Inom skogsbruk investerar Andra AP-fonden till största delen i fondstrukturer som i sin tur investerar i skogsbruk i Australien och USA. En mindre del av investeringarna ligger i samägda bolag med skogsfastigheter i Europa och Sydamerika. (Andra AP-fonden, 2021)

2.5.3 AP3

Den tredje AP-fonden har det största innehavet av fastigheter sett utifrån underliggande fastighetsvärde. Deras innehav uppgår till fastighetsvärdekronor 124,4 miljarder där Hemsö är den största tillgången. Fonden har ett stort fokus på Sverige i sin portfölj (78%) och är ägare i fem stycken onoterade fastighetsbolag; Vasakronan (se avsnitt 2.5.1), Hemsö, Regio, Trenum och Trophi som alla är stora aktörer i Sverige. Resterande del av portföljen finns i Finland, Tyskland, Danmark, Nederländerna och Frankrike (Fastighetsvärlden, 2021). Den tredje AP-fondens totalportfölj består till 18,6 % fastigheter (inklusive skog, jordbruk och infrastruktur) (Tredje AP-fonden, 2021).

Hemsö

Hemsö är ett svenskt fastighetsbolag som förvaltar och utvecklar fastigheter i Sverige, Finland och Tyskland. Bolagets största ägare är AP3 med ett innehav på 85%. Resterande 15% ägs av Sagax AB som är ett börsnoterat fastighetsbolag. Hemsö är ledande ägaren av samhällsfastigheter i Sverige och Finland och har ett fastighetsbestånd som omfattar 381 samhällsfastigheter med ett fastighetsvärde på 59,7 miljarder kronor. (Hemsö, u.d.)

Trophi

Trophi är ett svenskt fastighetsbolag som är inriktat mot att investera och förvalta handelsfastigheter i Norden. Fastighetsbeståndet har en stor geografisk spridning inom Sverige och Finland. Bolaget grundades av Redito AB men ägs idag helt av AP3. Trophi äger och förvaltar 275 fastigheter och har ett fastighetsvärde på 13,8 miljarder kronor. (Trophi, u.d.)

Regio

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

Regio är ägare av kommersiella fastigheter med fokus på växande städer i Sverige. Deras fastighetsbestånd är fördelat över 17 kommuner och uppgår till ca 11 miljarder. Ägare av bolaget är AP3 med en andel på 96% och Brunswick Real Estate som ansvarar för förvaltningen. (Tredje AP-fonden, 2020)

Trenum

Trenum är ett svenskt fastighetsbolag som bildades 2014 och som äger, förvaltar och utvecklar bostäder i Sverige. Deras fastighetsbestånd finns främst i Sveriges tre storstadsregioner och består till stor del av nyproducerade bostäder. Trenum ägs till lika delar av AP3 och Balder AB. (Trenum, u.d.)

Utöver ägandet i de ovan nämnda onoterade bolagen har fonden innehav i Sagax AB (5,3%) samt två st. fonder hos Innisfree på 7% respektive 21%. Sagax AB är ett noterat fastighetsbolag som investerar inom kommersiella fastigheter främst inom lättindustri och lager. Sagax har ett fastighetsinnehav på 673 fastigheter utspritt över hela Europa (Sagax AB, u.d.). Innisfree är ett fondförvaltningsbolag från Storbritannien. Fonden investerar i sociala infrastrukturprojekt, såsom sjukhus och skolor. (Innisfree, u.d.)

AP3 har sedan 2002 investerat i skogstillgångar och ägde vid 2019 ca 150 000 hektar produktiv skogsmark främst genom fonder men även direkt. Fonden äger ett tiotal skogsfonder som har tillgångar i Sverige, Latin- och Nordamerika samt Oceanien. Dessutom äger fonden även skog direkt genom Gysinge skog som bildades efter upplösningen av Bergvik skog. (Tredje AP-fonden, 2020)

2.5.4 AP4

Enligt Fastighetsvärldens kartläggning (2021) uppgår fjärde AP-fondens fastighetsportfölj till 81 miljarder kronor räknat i underliggande fastighetsvärde. Den största investeringen är kvartsägda Vasakronan som utgör ca 48 % av fastighetsportföljen (Vasakornan, 2020). Rikshem utgör den näst största investeringen där AP-fyras andel av fastighetsvärdet uppgår till 30% av fastighetsportföljen (Rikshem, 2020). Fonden äger även 38, 45 respektive 35 % i Anglo Scandinavian Estates (ASE) I, II, och III (Fjärde AP-fonden, 2020). Övriga innehav är i form av noterade aktier i fastighetsbolag samt fastighetsfonder där majoriteten äger och investerar i Svenska fastigheter. Fjärde AP-fonden har högst exponering mot Sverige (ca 90%) och även många noterade innehav i jämförelse med övriga buffertfonder (Fastighetsvärlden, 2021).

Rikshem

2010 köpte fjärde AP-fonden dåvarande Dombron av Vasakronan vilket idag är Rikshem (Fjärde AP-fonden, 2011). Fastighetsbolaget ägs till lika delar av Fjärde AP-fonden och AMF Pensionsförsäkring och har som syfte att äga, förvalta och utveckla

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

bostäder och samhällsfastigheter. Beståndet består av 69 % bostäder, 29 % samhällsfastigheter och 2 % kommersiella fastigheter som återfinns i hela Sverige med en koncentration på Uppsala och Stockholm (Rikshem, 2020).

Fjärde AP-fonden investerade först i ASEs strukturer under 2012. Bolaget investerar i och utvecklar kommersiella fastigheter i Storbritannien. Vidare har buffertfonden investeringar i tre av Areims fonder som investerar i fastigheter i Sverige och Finland samt White Peaks fond som förvaltar fastighetsportföljer i Kina.

Noterade innehav

Som nämnt har fjärde AP-fonden flera noterade innehav i sin fastighetsportfölj. Bolagen sträcker sig över flera sektorer från lager och industri på mindre orter till högkvalitativa nyproducerade bostäder i centrum. I tabell 2 visas samtliga svenska noterade bolag som fjärde AP-fonden har aktieandelar i.

Tabell 2 Fjärde AP-fondens svenska noterade fastighetsinnehav²

Bolag	Aktieandel	Fastighetssektor	Region
Platzer	9,50 %	Kommersiella fastigheter	Göteborg
Cibus	8,90 %	Dagligvaruhandel	Sverige & Finland
Oscar Properties	8,70 %	Nyproducerade bostäder	svenska storstäder
NP3	8,00 %	Industri, handel, kontor, mm.	Norra Sverige
Sagax	6,65 %	Lager, lätt industri	Sverige & Europa
Besqab	5,10%	Nyproducerade bostäder	Stockholm & Uppsala
Nyfosa	3,20%	Kontor, logistik/lager	Sverige

Utöver dessa har buffertfonden även andelar i ett antal utländska noterade bolag med fastighetskopplingar. (Fastighetsvärlden, 2021)

3. Modern Portföljvalsteori

För investerare är det viktigt att kunna diversifiera sig mot risk. Det var Harry Markowitzs som först började använda sig av modern portföljvalsteori vilket beskriver detta fenomen. I detta kapitel beskrivs hans teori samt flertalet viktiga finansiella mått och deras användningsområde. I sista avsnittet ges även en kort inblick i hur kapitalstruktur påverkar avkastningsfördelningen hos ett företag.

3.1 Bakgrund

Modern portföljteori, ofta förkortat MPT, handlar om hur en investerare på bästa sätt kan fördela sitt kapital över olika tillgångsslag. Inom MPT beskrivs en

² Samtliga siffror hämtade från bolagens ägarförteckningar.

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

investeringsmodell för hur rationella investerare kan använda sig av diversifiering för att uppnå en optimal portfölj. I teorin antas den effektiva marknadshypotesen att gälla. Alltså att konkurrens mellan aktörer gör att tillgångarna på marknaden är rätt prissatta. Priserna reflekterar tillgångens framtida kassaflöden givet all information som finns tillgänglig på marknaden för investerare. I förlängningen betyder det att en enskild investerare inte konsekvent kan nå högre avkastningar till samma risknivå än marknaden. Detta eftersom alla investerare har tillgång till samma information och tillgångars priser reflekterar den informationen. (Thaler, 1999)

Det var Harry Markowitz som först år 1952 publicerade artikeln "Portfolio Selection" i Journal of Finance och lade då grunden till modern portföljvalsteori. Genom att kombinera olika typer av tillgångar som har låg korrelation mot varandra, såsom aktier, obligationer och fastigheter i en och samma portfölj skapas diversifieringsfördelar och en lägre total risknivå kan uppnås. Enkelt beskrivet går teorin ut på att inte lägga alla ägg i samma korg. (Markowitz, 1952)

3.2 Förväntad avkastning och standardavvikelse

Två fundamentala uttryck som används hos tillgångar är förväntad avkastning och risk som tillsammans beskriver hur attraktiv en tillgång är. Risken beskriver ett mått på hur stor avvikelse från den förväntade avkastningen som förväntas, ofta uttryckt som standardavvikelse. Om standardavvikelsen hos fördelningen är noll, saknas risk. Ju högre spridning en serie har runt det förväntade värdet, desto högre är standardavvikelsen hos tillgången. Standardavvikelse brukar ofta benämnas som volatilitet och är roten av variansen. (Berk & DeMarzo, 2016)

Formel 1. Variansen för en portfölj p med n antal tillgångar.

$$\text{Variansen } (\sigma_p^2) = (x_A, x_B, x_C, \dots, x_n) = \begin{pmatrix} \sigma_A^2 & \dots & \sigma_{An} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_{An} & \dots & \sigma_n^2 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} x_A \\ \vdots \\ x_n \end{pmatrix}$$

Formel 2. Standardavvikelsen för en portfölj p med två tillgångar.

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \text{Cov}_{1,2}}$$

3.3 Korrelation

Korrelation är ett statistiskt mått på hur två variabler förhåller sig till varandra. Det uttrycks vanligtvis som en korrelationskoefficient som kan anta värden från -1 till 1. Vid -1 är det perfekt negativ korrelation, de två variablerna rör sig då i exakt motsatt riktning. Vid 0 är det ingen korrelation, variablerna har således ingen relation till

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

varandra. Vid 1 är det perfekt korrelation, variablerna rör sig då i exakt samma riktning. (Berk & DeMarzo, 2016)

För investerare är det viktigt att diversifiera sig och därför viktigt att använda sig av tillgångar som har en låg korrelation relativt varandra. En låg korrelation mellan tillgångar medför att risken i den totala portföljen blir liten. Detta då tillgångarna inte tenderar att röra sig åt samma håll. Deras egna avvikelser från det förväntade värdet tar då i högre grad ut varandra. (Brueggeman & Fisher, 2010)

Formel 3. Korrelation för de två tillgångarna i och j.

$$\text{Corr}(R_i, R_j) = \frac{\text{Cov}(R_i, R_j)}{SD(R_i)SD(R_j)}$$

3.4 Betavärde

Beta är ett mått på marknadsrisk och är den förväntade procentuella förändringen i avkastning hos en tillgång då marknadsportföljens avkastning förändras med en procent. Ett betavärde > 1 betyder att tillgången har svängt mer än marknadsportföljen under mätperioden. Om en tillgång har betavärde $= 1$ har den svängt lika mycket som marknaden. Ett betavärde < 1 innebär att tillgången har svängt mindre än marknaden. Om en tillgång har ett negativt betavärde innebär det att dess värde tenderar att stiga när marknaden sjunker. Beta är ett vanligt finansiellt nyckeltal som används som riskmått. (Berk & DeMarzo, 2016)

Formel 4. Betavärde för en tillgång p med en marknadsportfölj m.

$$\beta_p = \frac{\text{Cov}(r_m, r_p)}{\text{Var}(r_m)}$$

3.5 Sharpe kvot

Sharpe kvoten mäter förhållandet mellan avkastning och risk hos en tillgång eller portfölj. Den introducerades av ekonomen William Sharpe som en metod för att jämföra olika fonders resultat. Förhållandet beskrivs som portföljens avkastning subtraherat med en riskfri avkastning, dividerat med portföljens eller tillgångens volatilitet. Desto högre Sharpe kvot desto bättre har portföljen presterat utifrån dess avkastning och volatilitet. (Berk & DeMarzo, 2016)

Formel 5. Sharpe kvot för en tillgång p

$$\text{Sharpe kvot} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

3.6 Kapitalstruktur

Ett företags kapitalstruktur innebär fördelningen mellan finansiering från eget kapital respektive skulder hos ett företag. På en perfekt kapitalmarknad som bland annat inte påverkas av skatter eller transaktionskostnader, påverkar inte kapitalstrukturen företagets värde. Värdet av företaget definieras som marknadsvärdet av kassaflödena genererade från företagets tillgångar. Ett företags värde blir därför det samma som summan av företagets egna kapital och skulder (Berk & DeMarzo, 2016).

Formel 6. Värdet av ett belånat företag

$$V = E + D$$

Belåningsgraden av ett företag påverkar däremot det egna kapitalets risknivå och därmed även den förväntade avkastningen. Belåningsgraden uttrycks ofta som LTV (loan-to-value ratio) och är kvoten mellan ett företags skulder och dess totala värde. (Berk & DeMarzo, 2016)

Formel 7. Belåningsgrad

$$LTV = \frac{D}{E + D}$$

Hur avkastningen på eget kapital (r_E) ser ut i ett belånat företag beskrivs som en hävstångsformel och beror på belåningsgraden, låneräntan (r_D) och avkastningen på totalt kapital (r_U). (Berk & DeMarzo, 2016)

Formel 8. Avkastning på totalt kapital hos ett obeskattat företag

$$r_U = (1 - LTV)r_E + LTVr_D$$

För ett beskattat företag adderas företagsskatten (t_c) till ekvationen vilket förändrar hävstången. (Berk & DeMarzo, 2016)

Formel 9. Avkastningen på totalt kapital hos ett beskattat företag, t_c = företagsskatt.

$$r_U = (1 - LTV)r_E + LTVr_D - LTVr_D t_c$$

4 Fastigheter som investeringsobjekt

Fastigheter är en tillgångsklass som skiljer sig från de traditionella tillgångsslagen. I detta kapitel redogörs de egenskaper som gör fastigheter unika. Därutöver beskrivs det varför kapitalförvaltare väljer att investera i fastigheter och vilka fördelar en sådan investering kan medföra till en portfölj. Till sist går kapitlet igenom vilka investeringsprodukter det finns kopplade till fastigheter samt hur en fastighetsportfölj kan diversifieras.

4.1 Tillgångsklassen fastigheter

Fastigheter benämns antingen som en egen tillgångsklass eller som en underrubrik till tillgångsslaget alternativa investeringar. Grunden till detta är att fastigheter skiljer sig på ett antal fundamentala sätt från traditionella tillgångsklasser som exempelvis aktier och obligationer. Utdelningar och värdeförändringar av fastigheter respektive aktier och obligationer påverkas olika av förändringar på kapitalmarknaden och i ekonomin, i synnerhet på kort sikt. (Baum, 2015)

Fastigheters olikheter från traditionella tillgångsslag kan delas in i tre huvudgrupper; odelbarhet, intermediering och illikviditet. (Lekander & Gustafsson, 2018)

Odelbarhet

En fastighet är en verklig tillgång som inte kan ägas av fler än ett fåtal personer då den inte är fullt delbar (Lekander & Gustafsson, 2018). I kombination med att fastigheter är mycket kapitalintensiva gör detta att en specifik fastighet inte kan ägas av vem som helst när som helst. Som resultat är en fastighetsportfölj svår att diversifiera och kan därför vara hårt drabbad av specifik risk (Baum, 2015).

Intermediering

Att äga hela eller delar av fastigheter är inte endast en investeringsverksamhet utan även en rörelseverksamhet (Lekander & Gustafsson, 2018). För att fastigheten ska fortsätta att leverera kassaflöden och värdeuppgångar krävs en aktiv förvaltning (Baum, 2015). Detta kräver specialiserad kunskap om både fastigheten och den lokala marknaden vilket gör att investeraren kan behöva lämna över förvaltningsuppdraget om de inte själv har möjligheten eller kunskapen att genomföra det. I förlängningen leder detta till en principal-agent problematik, i synnerhet när investeringarna är internationella och avståndet mellan investeraren och förvaltaren är långt (Lekander & Gustafsson, 2018).

Illikviditet

Att köpa och sälja en fastighet tar lång tid, är kostsamt och innebär en stor risk (Baum, 2015). Vid en transaktion har säljaren långt mer kunskap om objektet än köparen som måste investera både tid och kapital i att hämta information om objektet (Lekander & Gustafsson, 2018). Resultatet blir dels att det kan uppstå en klyfta mellan priset säljaren efterfrågar och köparen accepterar samt att en enskild fastighet byter ägare relativt sällan. Avsaknaden av fullständiga och uppdaterade transaktionsdata gör att kortsiktiga avkastningar från fastigheter är starkt beroende av fastighetsvärderingar som substitut för verkliga försäljningspriser (Baum, 2015).

Fastigheters olikhet från övriga tillgångsslag är också en del av dess attraktivitet. I nästa sektion ges en genomgång av de bakomliggande drivkrafterna till varför det investeras i fastigheter.

4.2 Varför investeras det i fastigheter?

Vilka val en investerare gör beror på vem den är, vilka preferenser den har angående risk, utdelning och värdeförändring, kapitaltillgång och investeringshorisont. Alla dessa faktorer påverkar valet av investeringsstrategi och tillgångsklass. Följande avsnitt bortser delvis ifrån dessa faktorer och beskriver istället vad som kan anses vara syftet eller fördelarna för en godtycklig investerare att placera i tillgångsklassen fastigheter.

4.2.1 Diversifiering

En vanligt omnämnd fördel med att investera i fastigheter är diversifieringseffekterna. Diversifiering, som beskrivs mer ingående i avsnittet om modern portföljvalsteori, innebär alltså att minska den specifika risken i en portfölj genom att investera i tillgångar som har en låg samvariation med varandra. Fastigheters olikhet från de traditionella tillgångsklasserna gör att de har en relativt låg samvariation med den övriga marknaden. Korrelationen mellan aktier och fastigheter är väldigt låg och mellan obligationer och fastigheter är den negativ. Avkastning och standardavvikelsen från fastigheter ligger som oftast mellan obligationer och aktier. (Goetzmann & Ibbotson, 1990)

Den låga korrelationen bidrar till en positiv påverkan på avkastning och riskprofil. En låg korrelation reducerar en portföljs totala risk vilket bidrar till en stabil och varierad avkastning över tid. (Andonov, et al., 2013)

4.2.2 Inflationsskydd

Avkastningen från fastigheter som real tillgång förväntas ge skydd mot inflation för investeraren. Värdeförändringen på fastighetsmarknaden följer inte inflationen särskilt väl men däremot kan utdelningen från hyresintäkter ge ett visst skydd (Baum, 2015). De flesta kommersiella hyreskontrakt i Sverige skrivs oftast med en indexerad hyra som följer inflationen. Över tid ändras såldes hyresintäkterna i takt med inflationen och ger ett gott skydd mot eventuella förändringar (Andonov, et al., 2013). Däremot ligger uppräknningen av hyror ett år bakom inflationsförändringen medan kostnader för drift och underhåll sker innevarande år. Med det sagt kan dock indexeringen av hyror vara en räddning vid mycket höga inflationstakter då dessa ofta kombineras med höga räntor. De högre hyresintäkterna kan då säkerställa likviditeten hos fastighetsägaren. (Lekander & Gustafsson, 2018)

4.2.3 Direktavkastning

På grund av att fastigheter är en operationell verksamhet med kontinuerliga hyresintäkter producerar de årligen en utdelning till ägarna, inte helt olik en kupong från en obligation (Geltner & Miller, 2006). Direktavkastningen har historiskt sett bidragit till majoriteten av den totala reala avkastningen från fastigheter, med förutsättningen att kapitalet har legat kvar på lång sikt. Det kan jämföras med aktier där utdelningen endast har bidragit till 3 % av den totala avkastningen (Lekander & Gustafsson, 2018). Däremot har direktavkastningen på svenska fastigheter succesivt sjunkit i takt med stigande priser på marknaden (Finansinspektionen, 2019). Å andra sidan har de senaste årens historiskt låga styrräntor lett till att obligationer givit en mindre avkastning än både fastigheter och aktier. Trots sjunkande direktavkastning är alltså utdelningen från fastigheter fortfarande attraktiv i jämförelse (Lekander & Gustafsson, 2018).

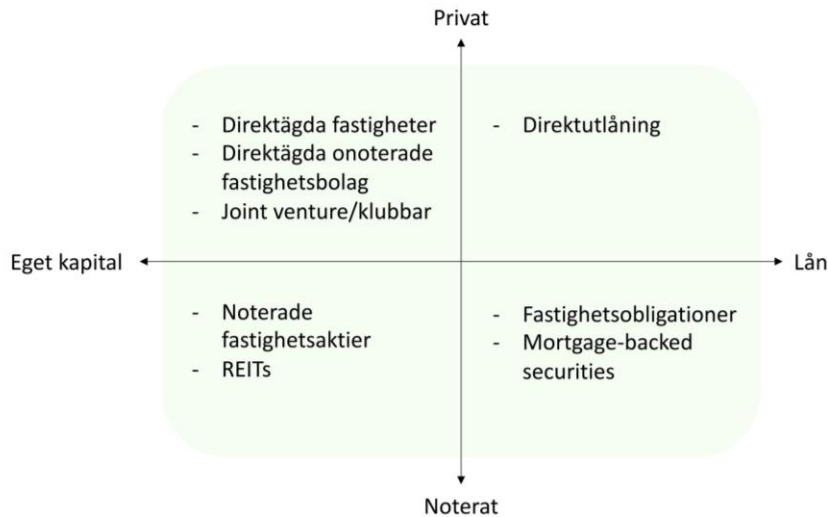
4.3 Investeringsprodukter och strategier

Hittills har vi diskuterat den underliggande tillgången fastigheter, den fysiska biten mark med tillhörande fastighetstillbehör. För att investera i fastigheter är krävs det däremot inte alltid att äga en hel fastighet. Det finns flera typer av finansiella instrument som är kopplade till fastigheter och flera tillvägagångssätt att investera i dem som passar olika typer av investerare.

Fastigheter, som andra bolag finansieras av lån och eget kapital. Då fastighetsinvesteringar som tidigare nämnt är stora kapitalmässigt används belåning för att sprida ut det egna kapitalet över fler investeringar. Både eget kapital och lån kan komma från privata och noterade källor. I figur 5 nedan visas kapitalmarknaden för

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

fastigheter uppdelad i de fyra kvadranterna *privat eget kapital*, *noterat eget kapital*, *privat belåning* och *noterad belåning*. I varje kvadrant presenteras exempel på investeringsprodukter som tillhör samma del av kapitalmarknaden. (Baum, 2015)



Figur 5 visar de fyra kvadranterna av kapitalmarknaden för fastigheter. Bilden är inspirerad av liknande figurer från (Baum, 2015) och (Lekander & Gustafsson, 2018).

4.3.1 Privat eget kapital

Privat eget kapital är finansiering som kommer från den privata marknaden och som medför en ägarandel i investeringsprodukten. Investeringsprodukterna i denna kvadrant går alltså inte att handla med på en öppen marknadsplats. I denna kvadrant återfinns direkta investeringar i hela eller delar av fastigheter. Denna investeringsform ligger närmast kassaflödena från hyresintäkter och värdeökningen av den underliggande tillgången (Geltner & Miller, 2006). Här finns även direktägande av onoterade fastighetsbolag och *joint ventures* (Lekander & Gustafsson, 2018).

Direktägda fastigheter

Ett unikt karaktärsdrag för fastighetsmarknaden är att det är möjligt att investera i fastigheter genom att äga den underliggande tillgången. Här får investeraren, som nämnt i föregående stycke, direkt tillgång till kassaflödena från värdeökningen av fastigheten utan en mellanliggande aktör. Detta kan jämföras med investeringar i stora företag där den investeringsprodukt som ligger närmast kassaflödena från företaget är aktier. Kommersiella fastigheter är kapitalintensiva och som tidigare nämnt svåra och riskfyllda att handla med. Det gör att direktägande av hela eller delar av kommersiella fastigheter är en marknad som domineras av institutionella investerare. Det vill säga pensionsfonder, försäkringsbolag och liknande etablerade och bemedlade investerare

(Geltner & Miller, 2006). Förutom närheten till kassaflöden är fördelen med direktägande att det medför en hög nivå av kontroll över tillgången. Om fastigheten ägs gemensamt av fler investerare minskas kontrollen som en funktion av antalet ägare. Det krävs även att investeraren har kunskapen och möjligheten att förvalta fastigheten eller portföljen av fastigheter (Lekander & Gustafsson, 2018).

Direktägda onoterade fastighetsbolag & JV

De organisatoriska svårigheterna med att förvalta och underhålla en fastighet kan undvikas genom att äga hela eller delar av fastighetsbolag. Denna investeringsform passar passiva investerare som värdesätter fastigheters karakteristiska avkastning och risk men inte har expertisen eller möjligheten att sköta operationen av fastigheten. Exempelvis kan investeringsformen passa fondförvaltare som vill ta del av de diversifierande effekterna av fastigheter i en fond som annars består till stor del av aktier och obligationer (Geltner & Miller, 2006). Om fastighetsbolaget är helägt är kontrollen över tillgångarna stor och liknar den som fås av att direktäga fastigheter. När flera ägare är inblandade som i så kallade *joint ventures* (vanligtvis upp till fyra ägare) blir kontrollen lägre. Då sjunker även likviditeten eftersom transaktioner blir mer komplexa med fler aktörer inblandade. Fördelarna med denna investeringsform är att kapitalet sprids ut på fler fastigheter och den fastighets-specifika risken sjunker därmed per investerad krona. Även då kontrollen sjunker i *joint ventures* är den högre än vid investeringar i fastighetsfonder eller noterade fastighetsaktier (Lekander & Gustafsson, 2018).

Fastighetsfonder

Distinktionen mellan en fond och ett bolag ligger inte i den legala strukturen då fonder även kan vara uppbyggda som en företagsstruktur – skillnaden ligger i hur de förvaltas. Ett företag har en intern förvaltning av sina tillgångar, det finns alltså ingen rättslig separering mellan tillgångarna och förvaltningen. En fond däremot, tillämpar en extern förvaltning och ett kontrakt upprättas mellan tillgångarna och fondförvaltaren. Det finns både privata och noterade fastighetsfonder, i detta avsnitt läggs fokus på de privata. Privata fastighetsfonder, även kallade *private equity* fonder kan vara organiserade på många olika sätt. Den vanligaste typen som kommer nämnas här är så kallade *commingled funds* när fler investerare går ihop med sina medel till en pool av kapital som sedan belånas och sprids ut på fler olika fastighetsinvesteringar. Att investera indirekt i en fastighetsfond kan därför ge vissa diversifieringsfördelar i jämförelse med att direktäga fastigheter. Den huvudsakliga och kanske viktigaste skillnaden från en *joint venture* är att fondförvaltaren som tidigare nämnt är en tredje part som inte själv har kapital i fonden utan som tar ut en provision i betalning för sitt arbete. Kontrollen över investeringsobjektens utveckling och vilka investeringar som ska göras ligger alltså till stor del hos förvaltaren. Provisionen kan också vara relativt

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

hög. En annan skillnad är att en fond vanligtvis utgörs av kapital från fler investerare än en *joint venture*. (Baum, 2015)

Fastighetsfonder skiljer sig från varandra utifrån föredragen risknivå. Vanligtvis delas dessa in i de tre kategorierna *core*, *value-added/core plus*, och *opportunistic*. *Core*-fonder har en låg risknivå och bör ha som mål att replikera avkastningen från index över direktägda fastigheter. De fokuserar på en stabil direktavkastning som utgör en stor del av totalavkastningen. *Core*-fonder har även en relativt låg belåningsgrad på max 30 %. *Value-added/core plus*-fonder har en större möjlighet till värdeökning av fastighetsbeståndet genom renoveringar och mindre ombyggnationer, uthyrning av tomma ytor och andra mer aktiva förvaltningsmetoder. Fondens totalavkastning kommer från en kombination av direktavkastning och värdeökning och ligger ca 1–3 % över benchmark. Belåningsgraden ligger vanligtvis mellan 30 och 60 %. Slutligen finns *opportunistic*-fonder som har den högsta nivån av både risk och avkastning. Avkastningen kommer primärt från värdeökning av beståndet med en aktiv fastighetsutveckling och -förvaltning. Belåningsgraden ligger på över 60 % och totalavkastningen över 3% ovanför benchmark. (Baum, 2015)

Fonder kan vara öppna eller slutna, där skillnaden mellan de båda ligger i hur de är organiserade och handlade med. En sluten fond har ett fixt antal andelar som handlas med likt aktier genom en mäklare på en öppen marknad. En öppen fond handlas däremot direkt från ett fondbolag vilka kan ge ut ett obegränsat antal andelar i fonden. (Baum, 2015)

4.3.2 Noterat eget kapital

Noterat eget kapital är finansiering som kommer från den publika marknaden och som innebär en ägarandel i den underliggande tillgången. Investeringsprodukterna i denna kvadrant handlas med på börsen och har därför en mycket hög likviditet (Baum, 2015). Vidare är en gemensam nämnare för dessa investeringsprodukter att de inte kräver en stor kapitaltillgång och är därför är en mer tillgänglig produkt för mindre investerare som söker en fastighetsexponering. Här hittar vi bland annat aktier i noterade fastighetsbolag och *real estate investment trusts* (REITs) (Geltner & Miller, 2006).

Aktier i noterade fastighetsbolag

Noterade aktier handlas som sagt med på en öppen marknad. Den höga likviditeten där många transaktioner sker gör att det kontinuerligt finns uppdaterad information om nuvarande marknadspris på aktien och därmed även på bolaget som aktien tillhör. Den höga transaktionstakten gör också att den kortsiktiga volatiliteten på aktier i fastighetsbolag är hög i jämförelse med direktägda fastigheter. Då aktierna i fastighetsbolag handlas med på den öppna marknaden kan även priset påverkas av marknadsrörelser från övriga aktiemarknaden. Om inte ett stort antal av aktierna i

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

fastighetsbolaget innehas, innebär de inte en kontroll eller styrning över bolagets tillgångar utan endast en rättighet till en del av utdelningen och värdeförändringen. (Geltner & Miller, 2006)

REITs

REITs är en form av värdepapperiserade fastigheter. De infördes på 90-talet i U.S.A. och finns även i Storbritannien och på liknande marknader (Geltner & Miller, 2006). Än så länge finns det inte en svensk motsvarighet av REITs. REITs är små, likvida enheter av en diversifierad fastighetsportfölj som handlas med som aktier på en öppen marknad. De möjliggör en väg för små investerare att placera kapital i en diversifierad kommersiell fastighetsportfölj utan en stor kapitalinsats. Samtidigt får investeraren ta del av den största delen av både utdelningen och värdeökningen från den underliggande fastighetsportföljen. Däremot innebär ägandet ingen kontroll eller styrning över beståndet, framför allt inte vid mindre investeringar (Geltner & Miller, 2006). En REIT förvaltas av en extern tredje part, likt en fond (Baum, 2015).

Det finns flera olika typer av REITs. De flesta REITs är så kallade *Equity* REITs och handlas med på en öppen marknadsplats likt aktier. Det är denna typ det vanligen handlar om när det talas om REITs. *Mortgage* REITs erbjuder finansiering till fastigheter genom att köpa eller ge ut lån och lånederivat. *Private* REITs är en typ av REITs som inte handlas med på den noterade marknaden. Slutligen finns *Public Non-listed* REITs som är registrerade hos den amerikanska myndigheten SEC (*United States Securities and Exchange Commission*) men vars aktier inte handlas med på en öppen marknadsplats. (Nareit, 2021)

4.3.3 Privat belåning

Denna kvadrant består av finansiering via lån från den privata marknaden. Här finns privatlån, bolån och företagslån med fastigheter som säkerhet. (Baum, 2015)

4.3.4 Noterad belåning

Noterad belåning är låneprodukter som handlas med på en öppen marknad. Detta kan exempelvis vara obligationer utgivna av företag och finansiella produkter med fastighetslån som underliggande tillgång. (Geltner & Miller, 2006)

4.4 Diversifiering inom en fastighetsportfölj

Tidigare i kapitel 3 presenterades modern portföljvalsteori vilket kan appliceras på fastighetsmarknaden. I modern portföljvalsteori vill investerare diversifiera sina tillgångar i en portfölj genom att äga tillgångar med låg korrelation och således få en portfölj med en god riskjusterande avkastning (Markowitz, 1952). Att diversifiera sina tillgångar kan förutom att minska risken även hjälpa en investera att generera mer

avkastning. De två vanliga typerna av diversifiering inom fastigheter är genom fastighetstyp eller genom geografisk spridning (Hoesli, et al., 1995).

Den stora frågan när det kommer till diversifiering av en fastighetsportfölj är om investeraren ska investera i olika fastighetstyper eller olika regioner. När väl en investerare har genomfört sitt första köp och vill diversifiera sin portfölj står valet mellan att ge sig in på en ny fastighetstyp eller i ny region. (Hoesli, et al., 1995)

4.4.1 Regioner

Geografisk diversifiering kan göras på olika storleksnivå och beror ofta på i vilket land eller region investeraren är aktiv inom. Genom att utöka den regionala utbredningen inom portföljen kan en form av diversifiering i portföljen uppnås. (Lee & Stevenson, 2005)

Geografisk diversifiering kan även göras internationellt. Det finns flera fördelar men också hinder med att investera utanför hemlandet. Å ena sidan kan investeringar i ett land som är i ett tidigare stadiet i utvecklingsprocessen innebära högre tillväxtnivåer och därmed värdeuppgång av fastigheterna. Internationella investeringar görs även för diversifieringsfördelar då olika marknader inte alltid rör sig åt lika håll. Å andra sidan innebär det en risk att investera på en marknad som inte har lika hög grad av transparens eller där investeraren inte har lika hög kunskap om förhållandena. Att införskaffa sig den nödvändiga kompetensen kan innebära högre kostnader vilket drar ned lönsamheten av investeringen. (Geltner & Miller, 2006)

4.4.2 Sektorer

Den svenska fastighetsmarknaden kan delas upp i flertalet olika sorter. Den första indelningen är att fastigheter ofta delas upp i bostadsfastigheter och icke-bostadsfastigheter. Väl i kategorin icke-bostadsfastigheter kan den delas in i kontor-, industri och handelsfastigheter (Katzler, 2016). Utöver de nämnda kategorierna kan fastigheter även delas in i kategorin samhällsfastigheter (Boverket, 2018).

Valet av fastighetstyp är av stor vikt då de olika typerna har olika egenskaper. Det finns bland annat vissa fastighetstyper som är mer konjunkturkänsliga som exempelvis kontor och handel och andra som inte är lika känsliga som exempelvis boende och samhällsfastigheter. Utbudet och andel vakanser skiljer sig på marknaden hos de olika typerna. (Baker & Chinloy, 2014)

4.4.3 Fler regioner eller fastighetstyper?

Det har genomförts flertalet olika studier där diversifieringseffekterna av fastighetstyp samt region på en fastighetsportfölj har undersökts. I USA 1995 genomfördes en studie av Eichholtz, Hoesli, MacGregor och Nathakumaran. Studien undersökte fastighetsportföljer i både USA och Storbritannien innehållande endast fastigheter inom handel, kontor och industri. Den centrala forskningsfrågan i studien var huruvida det, med utgångspunkt från en fastighetstyp i en region, är mer effektivt att diversifiera mellan regioner inom en enskild fastighetstyp eller mellan fastighetstyper inom en region. Resultatet från studien visade att det var möjligt att få ett tydligare svar från USA än från Storbritannien, dock varierade resultaten mellan fastighetstyperna. I USA visade det sig att för fastigheter inom handel att diversifiering över regioner var det mest effektiva, detta gällde dock inte för kontorsfastigheter. I Storbritannien erhöles det motsatta resultatet för handelsfastigheter. Diversifiering via både fastighetstyper och regioner var att föredra för de andra två fastighetstyperna. Sammanfattningsvis tyder resultaten på att om enbart en fastighetstyp används är geografisk spridning nödvändig för att diversifiera bort en viss risk i portföljen i USA. Om en portfölj istället innehöll flertalet olika fastighetstyper var geografisk spridning inte nödvändigt för att nå en diversifierad portfölj oavsett storleken på landet. (Hoesli, et al., 1995)

Det har genomförts en liknande studie som enbart fokuserar på Storbritannien av Lee och Stevenson 2005. Studien undersökte skillnaderna mellan att placera fastighetstillgångar i en och samma region, London, eller att sprida ut dem. Dessutom undersöktes hur de olika kombinationerna korrelerade. Resultaten från studien påvisade att portföljen tenderade att få en positiv korrelation med större hävstång och risk när enbart en fastighetstyp och en region användes. Dessutom behövs en geografisk spridning för att uppnå en diversifierad portfölj om endast en fastighetstyp används. Om flera olika fastighetstyper används uppstår det inte samma korrelation i portföljen och att lägga till geografisk spridning har då ingen påverkan på portföljens totala risk. (Lee & Stevenson, 2005)

Liknande studier som ovan nämnda har även genomförts på den svenska fastighetsmarknaden. Katzler genomförde en studie 2016 där två olika diversifieringsstrategier för fastighetsportföljen jämfördes. I studien undersöktes den svenska fastighetsmarknaden och de två diversifieringsstrategierna spridning mellan regioner eller fastighetstyper. Syftet med studien var att undersöka vilken strategi som är att föredra när det kommer till risk. Studien använde sig av de fyra olika fastighetstyperna handel, kontor, industri och bostäder samt de fyra regionerna Stockholm, Göteborg, Malmö och övriga Sverige. I rapporten genomfördes fem olika tester. Fyra av de fem testerna påvisade att diversifiera genom fastighetstyp var den

mest fördelaktiga strategin för att minska risken i portföljen. Det sista testet påvisade att region istället var det viktigaste för minskad risk, där var dock inte resultatet tillräckligt signifikant. (Katzler, 2016)

4.5 Att mäta avkastning från fastigheter

När det kommer till empiriska undersökningar av fastighetsvärden finns det två vanliga metoder. Den första är att undersöka historiska transaktioner som har genomförts på fastighetsmarknaden under en tid tillbaka. Den andra vanliga metoden är att professionella värderare utför flertalet värderingar på fastigheter som ett substitut för transaktionspriser. De båda metoderna har gemensamt att de innehåller fel i förhållande till fastighetens sanna marknadsvärde. De fel som uppstår kan kategoriseras i två delar: slumpmässigt fel (benämns ofta som brus) och temporär tidsfördröjning. När en optimal värderingsmetod ska hittas finns det ingen naturlig avvägning mellan de två felen och ofta brukar ena felet öka när det andra minskas och tvärtom. (Berk & DeMarzo, 2016)

I rapporten används ett värderingsbaserat index och då är det den tidsfördröjande effekten som är dominerande. För att minska felen från indexet används en *reversed engineering* metod som beskrivs senare i rapporten.

5 Metod och val av data

För att få en djupare förståelse om AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter och besvara valda forskningsfrågor genomfördes intervjuer med förvaltare på respektive fond. Det kvantitativa dataunderlaget till rapporten hämtades från bolaget MSCI samt Nasdaq. I detta kapitel beskrivs intervjuernas utformning, den data som inhämtades och den kvantitativa metoden.

5.1 Kvalitativ undersökning

Tre av de fyra forskningsfrågorna som ställs i detta examensarbete kommer att besvaras med hjälp av intervjuer med fondförvaltare på var och en av AP-fonderna. De kommer även att besvaras via egna efterforskningar i AP-fondernas förändrade innehav med hjälp av historiska årsredovisningar från år 2010 till år 2020. De tre forskningsfrågorna som intervjuerna är ämnade att ge svar på står upprepade nedan.

Vad är bakgrunden till att förvaltarna av första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna har ökat exponeringen mot fastigheter under 2010–2020?

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

Av vilka anledningar har förvaltarna av första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna valt att investera i fastigheter främst i form direktägda privata fastighetsbolag?

Hur ser första, andra, tredje och fjärde AP-fondernas fastighetsstrategier ut och vad differentierar dem från varandra?

Den 25 januari 2021 kontaktades först de fyra AP-fonderna för att informera om att vi önskar hålla intervjuer med lämplig ansvarig person. Intervjuerna hölls sedan under vecka 10 och vecka 11 år 2021 med samtliga fyra fonder. Intervjufrågorna skickades till intervjupersonerna under vecka 8 tillsammans med ett dokument som informerar om syftet med intervjuerna och att intervjuerna kommer att spelas in för att sedan transkriberas och analyseras.

Syftet med intervjufrågorna är delvis att vederlägga eller förkasta tidigare ställda hypoteser om AP-fondernas fastighetsstrategier. De ämnar även att få fram ny information som inte finns tillgänglig i publicerade årsredovisningar. Vidare är delar av frågorna explorativa öppna frågor som bjuder in intervjupersonen till att fritt resonera om deras beslutsprocess och tankegångar inom fastighetsinvesteringar. Intervjufrågorna i deras helhet finns dokumenterade i bilaga 1.

Intervjupersonerna är valda genom en kontakt med fonderna där syftet med både arbetet och intervjuerna har förmedlats. Ett gemensamt beslut har därefter tagits om vem eller vilka på fonden som bäst kan besvara frågeställningarna. I tabell 3 nedan visas vem eller vilka från var och en av fonderna som har intervjuats och vilken arbetstitel de innehar.

Tabell 3 visar intervjupersoner från var och en av fonderna inklusive arbetstitel

<i>Fond</i>	<i>Intervjuperson</i>	<i>Titel</i>
AP1	Vanessa Lizander	Investeringsansvarig Reala Tillgångar
AP1	Emil Danmo	Analytiker Reala Tillgångar
AP2	Helena Olin	Head of Real Assets
AP3	Maria Björklund	Head of Alternative Investments
AP3	Bengt Hellström	F.d. Head of Alternative Investments
AP4	Frida Olsson	Portfolio Manager

Efter avslutade intervjuer har inspelningarna transkriberats och analyserats med grund i information från årsredovisningar och den teoretiska bakgrunden.

5.2 Kvantitativ undersökning

Den forskningsfråga som ämnas att besvaras med hjälp av en kvantitativ analys står upprepad nedan.

Hur skiljer sig diversifieringseffekterna mellan att investera i den svenska direkta fastighetsmarknaden jämfört med den noterade fastighetsmarknaden?

Materialet som används för denna analys är ett prisindex över den svenska direkta fastighetsmarknaden utgivet av MSCI vid namn Sweden Annual Property Index. Vidare används ett börsindex som kartlägger svenska fastighetsbolag noterade på stockholmsbörsen vid namn OMX Stockholm Real Estate GI. Slutligen används ett prisindex över den svenska marknadsportföljen OMX Stockholm GI. Data är hämtad från och med början av 2010 till och med slutet av 2020 från de tre indexen. Information över indexens uppbyggnad och framtagande finns beskrivet nedan.

5.2.1 Data

MSCI Sweden annual property index

År 1997 introducerades investerarmarknaden av IPD svenskt fastighetsindex som mäter totalavkastning på direktinvesteringar i svenska fastighetsmarknaden. IPD övergick sedan till den amerikanske indexutgivaren MSCI. Bland annat ger MSCI ut index för indirekta och direkta placeringar i fastigheter för trettio länder. (MSCI, 2021)

För att ta fram Sweden Annual Property Index hämtar MSCI dataunderlag från ett sjuttiofem deltagande fastighetsbolag. Hos bolagen undersöks inrapportering av intäkter, kostnader, investeringar, förvärv och försäljning samt värderingar för bolagens fastigheter. (MSCI, 2021)

I formel 10, 11 och 12 presenteras de avkastningsberäkningar som MSCI använder i fastighetsindexet och som är relevanta för denna undersökning. Dessa är totalavkastning, direktavkastning och värdeökning. I figur 6 visas utvecklingen av indexet för totalavkastning på den svenska direkta fastighetsmarknaden mellan 2010 och 2020.

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

Formel 10 visar hur avkastning på totalt kapital är beräknat i MSCI fastighetsindex (MSCI, 2021).

$$TR_t = \frac{(CV_t - CV_{t-1} - CExp_t + CR_{pnt} + NI_t)}{(CV_{t-1} + CExp_t)}$$

Där,

TR_t är totalavkastningen månad t

CV_t är värdet i slutet av månad t

$CExp_t$ är de totala utgifterna av köp och utvecklingsprojekt under månad t

CR_{pnt} är de totala inkomsterna från försäljningar under månad t

NI_t är driftnettot under månad t

Formel 11 visar hur värdeökningen är beräknat i MSCI fastighetsindex (MSCI, 2021).

$$CG_t = \frac{(CV_t - CV_{t-1} - CExp_t + CR_{pnt})}{(CV_{t-1} + CExp_t)}$$

Där,

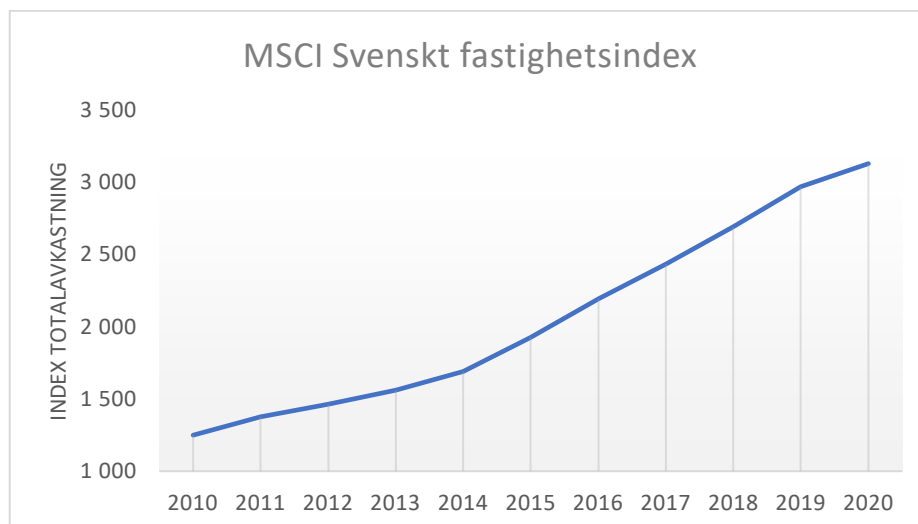
CG_t är värdeökningen under månad t

Formel 12 visar hur direktavkastningen beräknas enligt MSCI fastighetsindex (MSCI, 2021).

$$IR_t = \frac{NI_t}{(CV_{t-1} + CExp_t)}$$

Där,

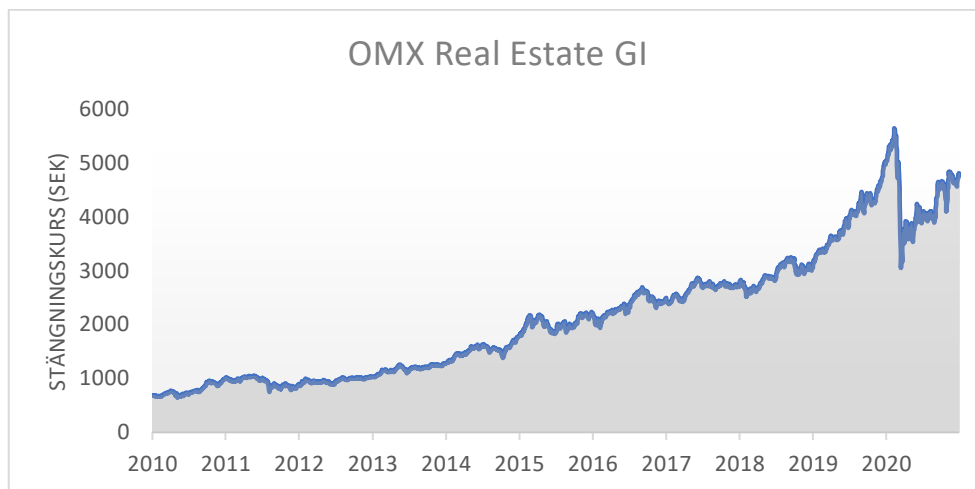
IR_t är direktavkastningen under månad t



Figur 6. MSCI svenskt fastighetsindex, totalavkastning på direkta fastighetsmarknaden. Utveckling mellan 2010–2020 med basår 1983 = 100.

OMX Stockholm Real Estate GI

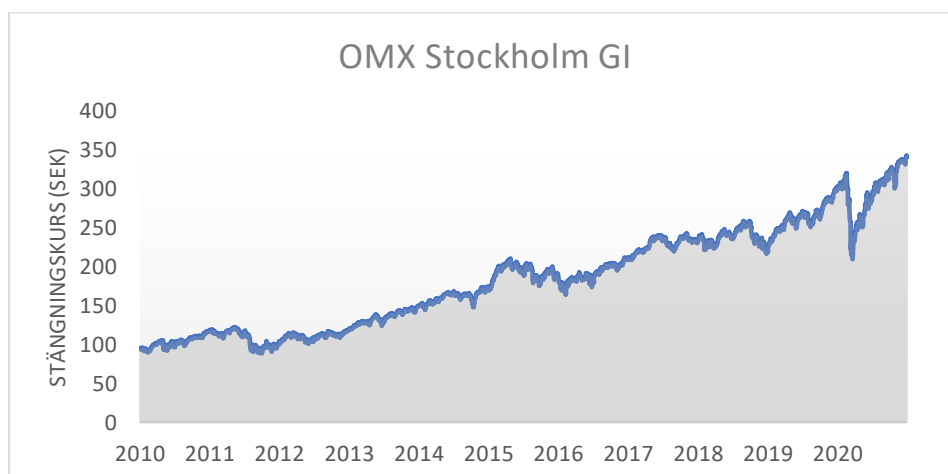
OMX Stockholm Real Estate GI är ett avkastningsindex från Stockholmsbörsen som i dagslägen innehåller 40 stycken fastighetstillgångar (Nasdaq, 2021). Ett avkastningsindex (GI) skiljer sig från ett prisindex (PI) då den förutom aktiekurserna även tar hänsyn till de utdelningar som tillgångarna ger (Nasdaq, u.d.). Då direktavkastning är en betydande del av totalavkastningen från fastigheter är det lämpligt att i detta fall använda ett GI-index.



Figur 7. OMX Stockholm Real Estate GIs utveckling mellan 2010–2020

OMX Stockholm GI

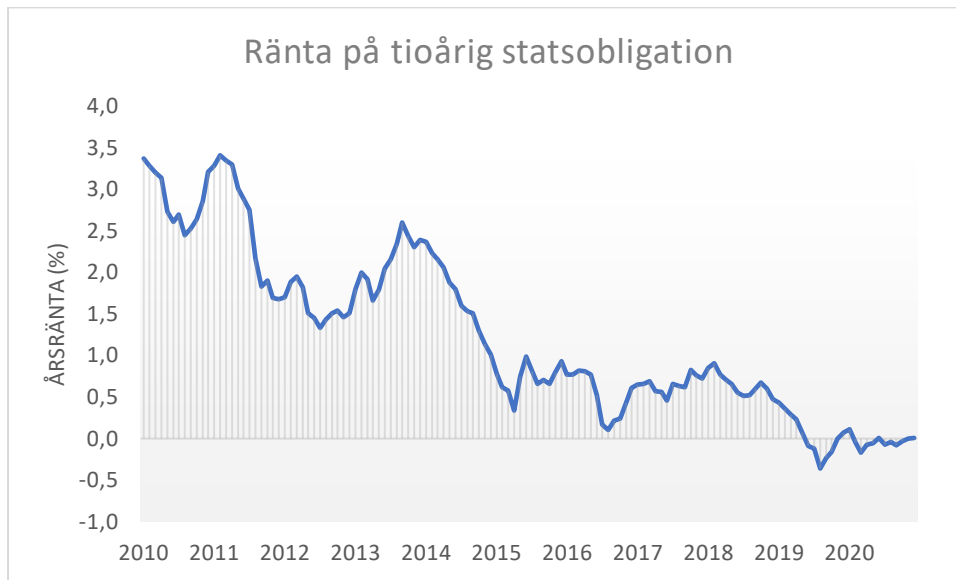
OMX Stockholm är ett börsindex som innehåller samtliga noterade tillgångar på Stockholmsbörsen. Det är ett avkastningsindex och tar således även hänsyn till bolagens aktieutdelning. (Nasdaq, 2021)



Figur 8. OMX Stockholm GIs utveckling mellan åren 2010-2020.

Svensk statsobligation

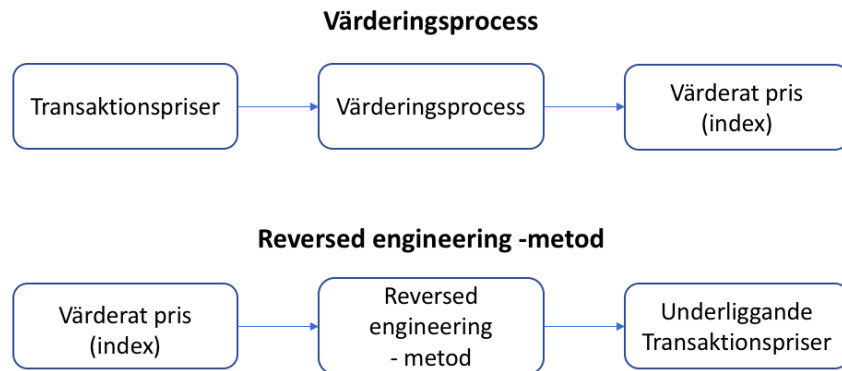
Svenska statsobligationer utges av svenska staten för att finansiera sin långfristiga upplåning och är ett löpande skuldebrev. Avkastningen för en statsobligation varierar beroende på hur lång löptid den har, är normalt mellan 2 och 10 år. (Swedbank, u.d.)



Figur 9. Årsräntan för tioårig statsobligation mellan åren 2010 och 2020 (SCB, 2021).

5.2.2 Korrigering av fastighetsindex

Som nämnts i avsnitt 4.5 är index över direkta fastighetsinvesteringar, som i hög grad är baserade på fastighetsvärderingar, utsatta för en utjämnande (*smoothing*) effekt som kommer av en stelhet i värderingar och av att värderare är påverkade av tidigare priser och värderingar i sin värdebestämning. Resultatet blir att denna typ av värderingsbaserade index ofta har en missvisande låg volatilitet och väntas ligga ett antal tidsperioder bakom de faktiska underliggande "sanna" fastighetsvärdena. Att fullständigt kompensera för dessa felaktigheter och få fram de sanna fastighetsvärdena är i praktiken inte möjligt. Däremot går det att delvis förbättra indexet genom att anta att värderaren är influerad av både dagens sanna fastighetspriser och fastighetspriserna från tidigare tidsperioder när hon bestämmer ett värde. Genom detta görs en uppskattning av de "sanna" marknadsvärdena och därmed även avkastningen. Metoden som använts för att korrigera MSCIs direkta fastighetsindex är hämtad från Geltner & Millers bok (2006). Det är en så kallad *reversed engineering* -metod och detta avsnitt beskriver dess härledning. Figur 10 visar hur arbetsgången för metoden går till.



Figur 10 visar arbetsgången i reversed engineering metoden

Metoden bygger på att det värderade priset beskrivs som en funktion av ett jämförelsevärde från samma tidpunkt och tidigare transaktionspriser på jämförelseobjekt. Värderaren lägger störst vikt w_0 på jämförelsevärdet från idag och mindre och mindre vikt på jämförelsepriser som ligger fler tidsperioder bakåt enligt formel 13.

Formel 13 Förhållandet mellan vikterna.

$$w_0 > w_1 > w_2 > w_3 > \dots > w_L \text{ och } \sum_{L=0}^{\infty} w_L = 1.$$

För att förenkla formeln antas det att kvoten mellan två på varandra följande vikter är konstant och mindre än 1, se formel 14.

Formel 14 Förhållandet mellan två på varandra följande vikter

$$\frac{w_{L+1}}{w_L} = \rho < 1 \text{ och att } \rho \text{ är konstant för alla värden på } L.$$

Formeln blir då identisk med en annan formel som beskriver en värderares beteende, se (Quan & Quigley, 1989). Här beskrivs ett värderat fastighetspris som en funktion av ett jämförbart transaktionspris idag V_t och en värdering från föregående tidsperiod V_{t-1}^* , se formel 15.

Formel 15 Ett värderat fastighetspris som en funktion

$$V_t^* = w_0 V_t + (1 - w_0) V_{t-1}^*$$

Genom att uttrycka värdena i logaritmisk form kan formeln skrivas om för att beskriva förhållandet mellan avkastningarna. Den värderade avkastningen beror på den transaktionsbaserade avkastningen och den värderade avkastningen från föregående tidsperiod, se formel 16.

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

Formel 16 En värderad avkastning som en funktion

$$r_t^* = w_0 r_t + (1 - w_0) r_{t-1}^*$$

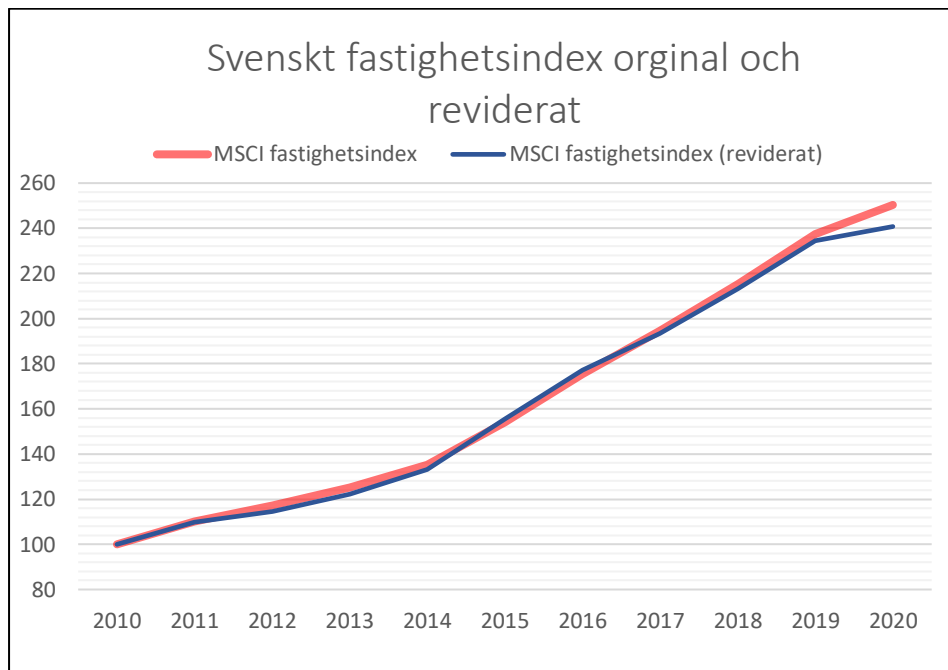
Uttrycket kan sedan inverteras så att den eftersökta transaktionsbaserade avkastningen räknas fram från en samtida och en dåtida värdering, se formel 17.

Formel 17 En transaktionsbaserad avkastning som en funktion av två värderingsbaserade avkastningar. Det är denna formel som använts för att korrigera MSCIs direkta fastighetsindex.

$$r_t = \frac{r_t^* - (1 - w_0) r_{t-1}^*}{w_0}$$

Vikten w_0 fås fram genom att undersöka hur långt bakom värderade priser ligger efter transaktionspriser där $w_0 = 1/(L + 1)$ och L är genomsnittet av antal tidsperioder som värderingar ligger efter transaktionspriser. L fås fram genom undersökningar av marknaden. I denna analys har 0,6 valts då avkastningsnivåer från den noterade fastighetsmarknaden tenderar att ligga mellan 2 och 3 kvartal före den direkta fastighetsmarknaden enligt Catellas marknadsrapport från april (2021).

Då metoden ämnar att korrigera för stela värderingar är det indexet för *capital growth* (värdeökning) som manipuleras. Totalavkastningen fås sedan fram genom att summera med *income return* (direktavkastning). I figur 11 visas den korrigerade indexet över totalavkastning från direkta fastigheter tillsammans med originalet.



Figur 11 visar det reviderade indexet från MSCI tillsammans med det oreviderade indexet.

5.2.3 jämförelse mellan direkta och indirekta fastigheter

För att undersöka hur diversifieringseffekterna skiljer sig mellan direkta investeringar och indirekta investeringar i svenska fastigheter har korrelationen mellan direkta investeringar (MSCI Sweden Annual Property Index) och en marknadsportfölj (OMX Stockholm GI) beräknats. Denna har sedan jämförts med korrelationen mellan indirekta investeringar (OMX Stockholm Real Estate GI) och marknadsportföljen. Vidare har även korrelationen mellan direkta och indirekta fastighetsinvesteringar undersökts. Då MSCIs fastighetsindex ges ut årligen har även börsindexen räknats om till årliga avkastningsnivåer med ett geometriskt medelvärde. Avkastnings- och risknivåerna har också jämförts med varandra och en riskfri ränta. Detta via diagram, betavärden och Sharpekvot. För att jämförelsen ska bli rättvis har MSCIs index räknats om för att spegla avkastning på eget kapital likt de övriga indexen. Detta har gjorts via hävstångsformeln i formel 9. Genomsnittlig belåningsgrad och låneränta för svenska fastighetsbolag har hämtats från Finansinspektionens rapport över den kommersiella fastighetsmarknaden (2019). Nedan presenteras valda siffror.

$$LTV = 55 \%$$

$$r_D = 1,6 \%$$

$$t_c = 20,6 \%$$

6 Resultat

I detta kapitel beskrivs resultatet i två delar. Den första delen består av resultaten från intervjuerna där svaren på intervjufrågorna har samlats under ett antal större rubriker. I den kvantitativa delen är resultatet presenterat med figurer och tabeller som berör frågeställningen.

6.1 Kvalitativa Resultat

Resultatet från intervjuerna har strukturerats under följande rubriker:

- Övergripande strategi
- Segment och regioner
- Investeringsform
- Hur fastighetsstrategin har förändrats
- Framtidsutsikter
- Organisation

Texten är endast sammanfattningar av intervjupersonernas svar utan egna reflektioner.

6.1.1 Övergripande strategi

Även fast samtliga AP-fonderna arbetar utifrån samma mål och regleringar, skiljer deras strategier sig ifrån varandra. Som nämnt tidigare i rapporten går det att diversifiera med hjälp av fastigheter på olika sätt. Nedan presenteras fondernas svar på hur deras övergripande fastighetsstrategi ser ut.

Första AP-fonden

AP1 har en strategi som bygger på att fastigheter skall uppvisa vissa egenskaper i form av hög riskjusterad avkastning jämfört med aktier, diversifierande egenskaper till totalportföljen och partiellt inflationsskydd över tid. Utifrån detta söker AP1 opportunistiskt investeringar som passar bäst. Fonden arbetar mot att ha en global diversifiering inom totalportföljen men inte nödvändigtvis inom fastighetsportföljen. Likt andra institutionella investerare är AP1 långsiktiga ägare till onoterade tillgångar. AP1 arbetar som långsiktiga ägare men har ingen uttalad investeringshorisont. Den skiljer sig mellan olika typer av tillgångar.

AP1 strävar efter en god riskjusterad avkastning men vill inte gå in mer på hur de definierar risknivån på avkastning. Däremot nämner de att de utnyttjar belåning för att nå olika nivåer av risk.

Andra AP-fonden

AP2 skiljer sig från övriga AP-fonder då de har ett större innehav av fastigheter utanför Sverige. Deras strategi har under en längre tid varit att ha en global portfölj med kommersiella fastigheter. De vill investera i mogna marknader och strävar efter att finnas i Europa, USA och även i vissa asiatiska marknader. Till skillnad från de övriga fonderna uttryckte AP2 mer klara riktlinjer och nivåer på hur deras fastighetsportfölj ska fördelas. Fonden strävar efter långsiktiga investeringar med hållbara företag och vill gärna konkurrera på marknaden med sin kunskap istället för kapital. De har delvis olika strategier beroende på geografiskt verksamhetsområde. I Kina och Asien använder sig fonden ofta av core plus istället för core investeringar då det inte är lika lätt att få ut en kontinuerlig utdelning från landets gränser. De påpekar även att de är svårt att veta var det bästa läget är om 10 år i städer som är under utveckling och investerar därmed i kortsiktigare strategier.

Viktiga faktorer när fonden gör sina investeringsbeslut är risk och avkastningen men de lägger även fokus på geografisk diversifiering. De väljer investeringsobjekt i förhållande till vad som passar in på totalportföljen. En sak som fonden inte lägger för mycket fokus på är direktavkastning. AP2 är inte särskilt beroende av att få ett kontinuerligt kassaflöde utan fokuserar mer på värdeuppgång. Fonden använder sig av

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

olika parametrar när de mäter hur riskfylld en investering är och dessa skiljer sig vid olika sorters investeringar. När det kommer till fondinvesteringar undersöker de hur fondförvaltaren har presterat tidigare och gör bedömningar utifrån det. Vid direkta fastighetsinvesteringar genom deras bolag undersöks en mängd parametrar som hyra, läge och kostnader. Fonden har en investeringshorisont som ligger på 20–30 år men är medvetna om att de kan ske snabba förändringar beroende på marknadsläge.

Tredje AP-fonden

AP3 har störst exponering mot fastigheter av alla fonder och har ett stort fokus på den svenska marknaden. I sin svenskdominerade fastighetsportfölj har de valt att investera i fastighetsbolag som agerar inom olika marknadssegment. Fondens innehav i Vasakronan och Regio har mer exponering mot den tillväxt i den allmänna ekonomin och konjunkturen. Sedan har de bolag som är mer okänsliga, Hemsö, Trophi och Trenum. Fonden har ingen tidsbestämd investeringshorisont utan marknadsförhållandena påverkar hur lång horisonten är.

Fonden har inget stort fokus på global diversifiering när det kommer till fastighetsportföljen, dock är det en viktig parameter när det kommer till totalportföljen. En annan parameter som fonden inte lägger någon större vikt vid är likviditeten hos tillgångarna. AP3 använder sig av olika riskmått på respektive investering. De påpekar att alla investeringar är unika och därför är det svårt att använda sig av en universell riskskala. Ett riskmått som fonden använder är att undersöka historiska avkastningsserier och analysera hur de samvarierar med övriga portföljen. Avdelningen för alternativa investeringar arbetar främst utifrån rörelserisk och finansiell risk i de enskilda bolagen. Det finns andra avdelningar som arbetar med portföljens totala risk.

Fjärde AP-fonden

AP4s avdelning för reala tillgångar investerar i fastigheter, skog och infrastruktur. Inom fastigheter investerar de likt övriga fonder i direktägda bolag, fonder och värdepapper. Fonden har en långsiktig horisont på 40 år men påpekar att mycket handlar om timing. Möjligheterna som finns på marknaden påverkar hur och när de agerar.

När det kommer till diversifieringsstrategi föredrar fonden att använda sig av fastighetstyp som verktyg. AP4 har ett stort innehav i Sverige och är investerade i ett flertal olika sektorer. De anser att val av strategi är en viktig faktor inom diversifiering. Exempelvis skiljer sig ett utvecklingsprojekt av en fastighet mycket från att köpa en nyrenoverad fastighet när det kommer till värdeökning och kassaflöden.

För fonden är det väldigt viktigt att bolagen de investerar i drivs med hållbarhet och sociala frågor i åtanke. AP-fonderna ska förvalta Sveriges pensionspengar och det är således viktigt att fondens kapital investeras i välskötta bolag. AP4 använder även bolagens tidigare meriter och agerande som underlag i valet av investeringsobjekt.

Riskavdelningen på fonden är de som ansvarar för riskkalkylerna. Inför en möjlig investering bedömer de hur den exponerad mot ett antal marknadsfaktorer som exempelvis ränteläge, kreditrisk och övergripande konjunktur. För att fonden ska vara villig att ta på sig den eventuella risken av en investering är det viktigt att den passar in i totalportföljen. AP4 jämföra även inte bara fastighetsinvesteringar mot varandra utan även att mot andra typer av investeringar inom andra marknader.

6.1.2 Segment och regioner

En viktig faktor i diversifieringen av en fastighetsportfölj är valet av fastighetssektor och region. Nedan presenteras en sammanfattning av svaren från fonderna som beskriver deras syn på spridningen av fastighetssektorer och regioner inom portföljen.

Första AP-fonden

AP1 har en stor exponering mot kontor och bostäder genom de direktägda bolagen Vasakronan och Willhelm. Dessa bolag har ökat kraftigt i marknadsvärde under de senaste åren vilket har föranlett den ökade exponeringen.

AP1 har förhållandevis liten global spridning i fastighetsportföljen. De menar att detta beror på att de valt att investera främst genom direktägda bolag. Detta kräver en mer aktiv styrning vilket görs lättast på den lokala marknaden.

Andra AP-fonden

AP2 sticker ut från övriga fonder då de har ett stort fokus på global spridning inom fastighetsportföljen. Bakgrunden till detta är att de ska fungera som en buffertfond för Sveriges pensionssystem och anser därför att de bör vara exponerade utomlands för att inte följa upp och nedgångar i den svenska ekonomin.

Deras fastighetsportfölj har en stor exponering mot kontor i och med deras tre största innehav Vasakronan, US Office och Cityhold. Det grundas på att de har sett ett stort behov från hyresgäster samt värdeökningen hos deras bolag. AP2 nämner även att de fokuserat på ett segment som de har stor kunskap inom eftersom de valt att sprida ut sig så pass mycket internationellt. Slutligen nämner de att de möjligtvis bör investera inom fler sektorer i framtiden.

Tredje AP-fonden

Den fonden som tydligast använder sig av segment som diversifiering är AP3. Fonden värderar marknadsinsyn och lokal kompetens högt. Då de valt att investera främst genom direktägda bolag har de föredragit att göra detta lokalt där de har en större möjlighet att påverka. Därför är de nästan uteslutande exponerade mot Sverige. De har istället valt att sprida ut kapitalet över flera fastighetssektorer. En ytterligare anledning till deras sektorspridning är att de inte vill att deras direktägda bolag konkurrerar allt för mycket med varandra. Av den anledningen har de investerat i bolag som agerar inom olika sektorer inom fastighetsbranschen.

De investeringar som AP3 ändå har utomlands är främst via de svenska direktägda bolagen Hemsö och Trophi som har verksamheter i Finland och Tyskland. Vid internationella investeringar är det även viktigt att ha likasinnade partners med hög lokalkännedom. Slutligen är global diversifiering ett fokus för AP3s totalportfölj och inte nödvändigtvis för fastighetsportföljen.

Fjärde AP-fonden

AP4 har ett stort innehav av bostäder och samhällsfastigheter i sin fastighetsportfölj i och med Rikshem. AP4 menar att eftersom de har en stor aktieexponering i totalportföljen innebär det en stor exponering mot tillväxt. Därför har de valt att exponera sig mot samhällsfastigheter och bostäder som inte är lika tillväxtberoende.

De stora innehaven i Rikshem och Vasakronan innebär även att de har en stor exponering mot den svenska fastighetsmarknaden. De menar att de har möjlighet att göra internationella fastighetsinvesteringar men att ofta överväger nackdelarna fördelarna. Fonden har redan en stor exponering globalt genom sin aktieportfölj. Marginalnyttan för totalportföljen att investera i fastigheter globalt är därför begränsade. Internationellt har de inte lika goda kunskaper om lokala marknader eller möjlighet till en god närvaro. Kostnaderna för utlandsinvesteringar blir därför väldigt höga och svåra att motivera. Slutligen påpekar de att investeringar utomlands kan bli aktuella om möjligheten skulle dyka upp men att de då skulle vara väldigt noggranna med att kontrollera att investeringen skulle generera värde till den totala portföljen.

6.1.3 Investeringsform

Samtliga AP-fonder har majoriteten av sina fastighetsinvesteringar i form av direktägda privata fastighetsbolag. Nedan visas en sammanfattning av hur fonderna ser på deras val av investeringsformer.

Första AP-fonden

AP1 investerar främst i fastigheter genom direktägda bolag. De menar att direktägande av bolag ger dem en möjlighet att vara aktiva förvaltare med större kontroll, samtidigt som investeringsformen är kostnadseffektiv.

AP1 förklarar att direktägande av bolag är lämpligt när de investerar i Sverige, eftersom att det kräver mer engagemang att investera på detta sätt. Motsatsvis kan investering via fondstrukturer vara ett alternativ i geografier där mer aktiv förvaltning & närvaro av naturlig anledning är svårare. De menar även att det är en balans mellan hur många direktägda bolag de kan ha och interna resurser.

Andra AP-fonden

AP2 har en liknande strategi i Sverige, Europa och USA där de är stora aktörer och äger fastighetsbolag tillsammans med andra institutionella aktörer. Likt övriga fonder menar även AP2 att möjligheten till kontroll är en stor anledning till att de väljer att investera i fastigheter genom direktägda fastighetsbolag. De får möjlighet att godkänna eller avslå budgetar, finansierings- och investeringsbeslut. De lägger även till att de får en möjlighet till kontroll över vilka övriga investerare i bolaget är, då det är viktigt med likasinnade investerare.

AP2 menar att det ibland är lämpligt att investera i noterade fastighetsbolag av likviditetsskäl. I en noterad investering är det en kortare beslutsväg från att de bestämmer sig för att göra en investering tills att den kan genomföras. Däremot poängterar de att de är en pensionsfond och därmed också en långsiktig investerare. Vidare gör de fondinvesteringar i Asien, dels för att det är en mer riskfylld marknad då de inte har lika hög grad av insyn. Mindre investeringar i fonder ökar diversifieringen då de sprider ut sitt kapital över fler fastigheter.

Tredje AP-fonden

AP3 menar att de föredrar att direktäga då detta är att en investeringsform som ger dem en stor möjlighet till inflytande över bolagen. Då de sitter i styrelsen får de direkt påverkan över vilken riktning bolaget ska ha och vilka transaktioner och projekt det ska genomföra. Ytterligare än orsak är att de dras mot långsiktiga investeringsformer då de inte vill tvingas sälja tillgångar då marknadsförhållandena inte är optimala och även vill kunna påverka investeringstakten. För dessa preferenser passar det att äga

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

stora delar av privata fastighetsägande bolag. Slutligen nämner de att de som pensionsfond har möjligheten till den typen av kapitalintensiva investeringar utan att bli snedfördelade i den totala portföljen.

AP3 menar att direktägande av bolag trots sina fördelar är tidskrävande. Därför blir det olämpligt att vara delägare i allt för många bolag. Vidare menar de att det blir problematiskt att sitta i styrelser till bolag som är utanför Sverige på grund av avståndet och språkbarriärer. Om fonden skulle välja att investera utanför Norden skulle de gå ihop med en pålitlig partner och till större delen förlita sig på partnern angående det strategiska ansvaret.

Fjärde AP-fonden

AP4 menar att det är mycket kostnadseffektivt att investera genom direktägda bolag. Vidare menar de att det är en flexibel investeringsform då de relativt enkelt kan justera sin position och investera mer eller mindre kapital i bolagen. Slutligen menar de att det finns en stor möjlighet att vara långsiktig och att de som investerare har en stor möjlighet till inflytande i och med denna investeringsform.

Likt AP3 menar AP4 att direktägande av bolag är tidskrävande och kräver en hög kompetensnivå. Det organisatoriska och legala arbetet tar tid. På marknader utanför Sverige finns det andra aktörer som har en högre kompetens och marknadsinsyn än de har och då menar AP4 att en annan investeringsstrategi kan vara lämpligare. Detta eftersom det skulle behövas extern rådgivning vilket ökar kostnaderna.

Samtliga AP-fonder menar att de privata fastighetstillgångar har en lägre korrelation med övriga marknaden än noterade fastighetstillgångar. Detta eftersom priset inte influeras av trender och psykologin på börsen och att den kortsiktiga volatiliteten är långt högre hos noterade fastighetsaktier. AP2 och AP3 nämner att de ser en prisbild på den privata marknaden som ”laggar” efter priset på noterade aktier. AP4 menar att fonder, noterade aktier och direkta fastigheter bör följa samma trender då de har samma underliggande tillgång, däremot har noterade tillgångar högre volatilitet på kort sikt. Som långsiktiga investerare är de därför öppna för alla typer av fastighetsinvesteringar.

6.1.4 Hur fastighetsstrategin har förändrats

Som beskrivet i bakgrunden har samtliga fyra buffertfonderna ökat sin exponering mot fastigheter mellan 2010–2020. Nedan visas en sammanfattning av svaren som beskriver hur och varför ökningen har tillkommit.

Första AP-fonden

AP1 har inga uttalade krav på allokering utan är opportunistiska och tar möjligheter när de presenterar. Syftet med reala tillgångar är att ge en hög riskjusterad avkastning och

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

att ge en diversifiering mot den övriga portföljen. Därför förändras strategin för reala tillgångar i förhållande till förändringar på fondnivå. De vill inte gå in på mer specifika anledningar till varför de har gjort vissa placeringar.

Andra AP-fonden

AP2 menar att strävan efter att öka allokeringen mot fastigheter kom som en effekt av finanskrisen 2008. Fonden hade en mycket stor exponering mot aktiemarknaden vilket ledde till en nedgång av fondens marknadsvärde i och med krisen. De insåg då att mer kapital behövde placeras mot reala tillgångar som inte är utsatta för lika hög grad av volatilitet. Att öka exponeringen mot konventionella fastigheter samt jord- och skogsbruk blev en del i detta arbete.

Tredje AP-fonden

AP3 framhåller att arbetet med att diversifiera fonden genom att öka andelen alternativa investeringar (däribland fastigheter) har funnits sedan fondens start 2001. Detta på grund av att de vid denna punkt tog över en fond som nästan uteslutande bestod av räntor och aktier. De menar att finanskrisen 2008 (Vasakronan köps och AP3 köper 50 % av Hemsö) innebar en möjlighet att öka andelen fastigheter då de kunde ta vara på fördelaktiga marknadsförhållanden. Vidare menar de också att strategin inte alltid varit helt uttalad, utan att de tagit tillvara på opportunistiska möjligheter när de presenterat sig. Avslutningsvis nämner de att lagen om AP-fonder fram till 2019 hade en begränsning på max 5 % onoterade tillgångar, exklusive fastigheter. Därför har fastigheter varit en prioritet då det varit huvudspåret för att diversifiera genom investeringar utanför aktiemarknaden. Idag ligger begränsningen på 40 % onoterat inklusive fastigheter och de har därmed en större flexibilitet.

Fjärde AP-fonden

AP4 menar att den nuvarande strategin inom fastigheter har varit på plats mycket länge. De är flexibla i sin strategi och fokuserar på att ta till vara på attraktiva möjligheter som levererar god riskjusterad avkastning. De menar även att en anledning till den ökade exponeringen mot fastigheter är värdeuppgången som präglar fastighetsmarknaden. Detta är en effekt som påverkat samtliga fyra AP-fonder. Däremot menar AP4 att värdeuppgången är den övervägande bakgrunden till den ökade exponeringen. Det har varit ett aktivt val att behålla sina fastighetsinvesteringar och på så sätt öka sin allokeringsandel. Detta då de bedömer att det varit attraktiva förhållanden på fastighetsmarknaden som gett en risk- och avkastningsnivå som passar deras övergripande portfölj.

Gemensamt för samtliga fonder är att de nämner att den stora ökningen i exponeringen mot fastigheter har att göra med en kombination av värdeökning av beståndet och nyinvesteringar. AP4 menar att värdeökningen är den största orsaken, AP1 beskriver

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

att det är en kombination men att värdeökning har varit en betydande del och AP2 svarar att nyinvesteringar har varit centrala. AP3 menar att de på senare år varit en kombination, i de äldre bolagen har det dominerats av värdeökning men i de nyare innehaven har kapitaltillskott varit en central del i den ökade exponeringen.

Fonderna nämnde också att de inte är ensamma om att öka exponeringen mot fastigheter utan att detta är en trend som återfinns bland många institutionella investerare.

6.1.5 Framtidsutsikter

Majoriteten av AP-fonderna har även kunnat kommentera sina framtidsplaner för fastighetsportföljen.

Andra AP-fonden

AP2, som är dominerade av kontorsfastigheter, nämner att de möjligtvis vill se över att ge sig in i fler sektorer. De nämner dels utveckling av bostäder i attraktiva områden som en möjlighet då det är en sektor med mindre volatilitet. Vidare nämner de logistikfastigheter som en möjlig sektor att gå in i. De har inga direkta planer på att öka exponering mot fastigheter ytterligare.

Tredje AP-fonden

AP3 har inte heller planer på att ändra sin strategi. Genom deras direktägda bolag kan de anpassa investeringsvolymen och på grund av den aktiva förvaltningen vet de långt i förväg om det kommer att dyka upp ett behov av kapitaltillskott till något av bolagen. De har planer på att möjligen öka exponeringen mot fastigheter något genom de plattformar de redan har, men inte i den höga takt som har varit.

Fjärde AP-fonden

AP4 menar att de är nöjda med sin nuvarande position men är alltid öppna för rätt investering. Fondinvesteringar löper ut kontinuerligt och de måste fortsätta göra investeringar för att behålla sin allokeringsandel. I övrigt är de flexibla och följer marknadens utveckling.

Första AP-fonden vill inte gå på detaljer i hur deras planer inför framtiden ser ut men menar att deras strategi ständigt är under översyn.

6.1.6 Organisation

Nedan presenteras fondernas kommentarer angående hur de beräknar sitt innehav samt hur de strukturerar sin verksamhet.

Första AP-fonden

Hos AP1 är det avdelningen Realia Tillgångar som ansvarar över fondens fastighetsinvesteringar. De innehav av fastighetsaktier som fonden har ligger under kategorin aktier och förvaltas inte av samma avdelning. När de uppger andelen exponerat mot fastigheter räknar de med deras andel av investeringens marknadsvärde. De har som regel att alla investeringar ska värderas externt minst en gång per år.

Andra AP-fonden

AP2s fastighetsportfölj hanteras av avdelningen Realia Assets vilken förutom konventionella fastigheter även hanterar jord- och skogsbruk samt infrastruktur. AP2 räknar med deras andel av marknadsvärdet på eget kapital i bolaget när de redovisar sina värden. Noterade fastighetstillgångar är i kategorin aktier och hanteras inte av fastighetsteamet.

Tredje AP-fonden

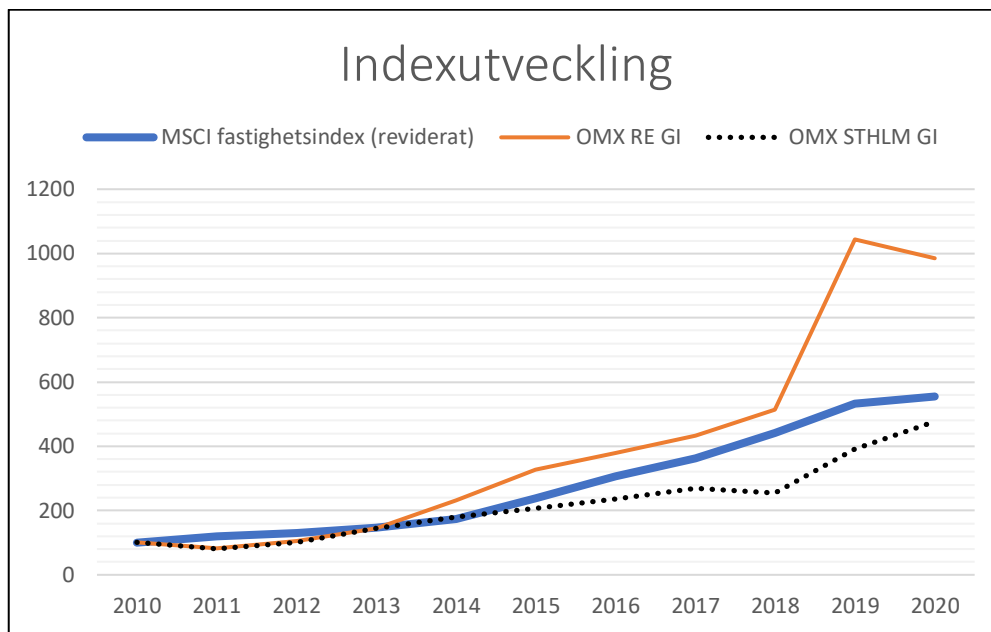
Hos AP3 ligger fastighetsaktierna i kategorin aktier likt hos AP1 och AP2 förutom innehavet av Sagax AB. Det beror på att fonden sålde 15% av Hemsö till Sagax och fick då betalt i aktier hos Sagax som nu förvaltas av fastighetsteamet. AP3 använder sig av sin andel av marknadsvärdet på eget kapital när de anger sig exponering mot fastigheter.

Fjärde AP-fonden

AP4 skiljer sig åt mot övriga fonder då de hanterar fastighetsaktier hos fastighetsavdelningen och inte hos aktieavdelningen. Fonden ser både investeringar i onoterade och noterade fastighetsbolag som fastigheter. När de anger sin exponering mot fastigheter använder sig också AP4 av marknadsvärdet på sin andel av eget kapital.

6.2 Kvantitativa resultat

I figur 12 presenteras MSCIs index över den direkta fastighetsmarknaden tillsammans med börsindexen OMX Real Estate GI och OMX Stockholm GI över noterade fastighetsaktier respektive den svenska aktiemarknaden. Förutom att MSCIs index är *unsmoothed* är det även omräknat för att likt övriga index reflektera avkastning på eget kapital enligt metoden i avsnitt 5.2.3. Samtliga index är även normerade till år 2010 = 100.

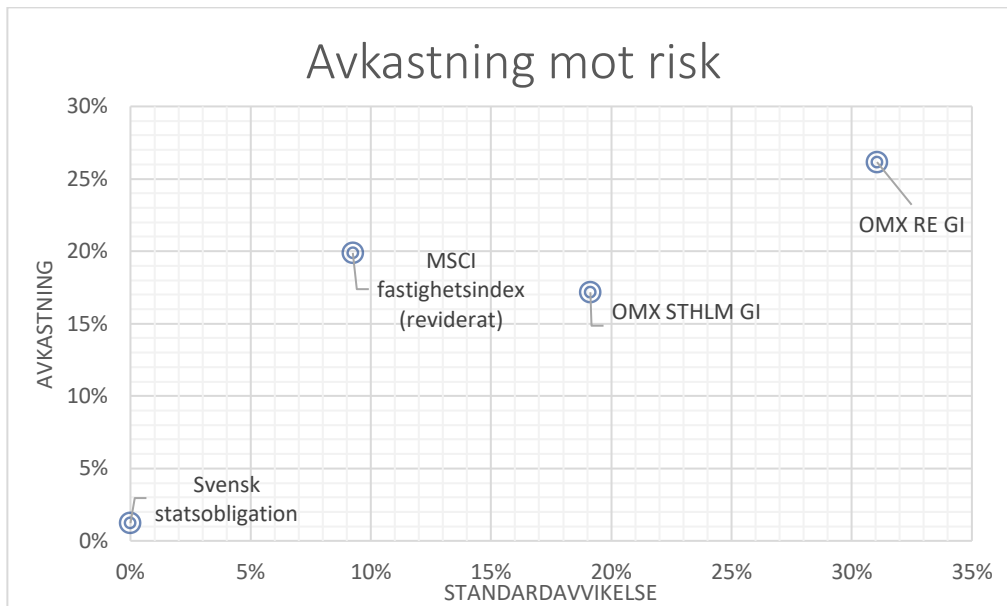


Figur 12 visar utvecklingen av de tre indexen. OMX RE GI och OMX STHLM GI är omräknade till årsavkastningar. 2010=100.

Tabell 5. Korrelationen mellan de tre valda indexen.

Index 1	Index 2	Korrelation
MSCI fastighetsindex (reviderat)	OMX RE GI	0,19
MSCI fastighetsindex (reviderat)	OMX STHLM GI	-0,19
OMX RE GI	OMX STHLM GI	0,76

I tabell 5 är korrelation mellan MSCI fastighetsindex, OMX RE GI samt OMX STHLM GI presenterat. OMX RE GI och OMX STHLM GI har den starkaste korrelationen mellan varandra på 0,76. Detta påvisar en samvariation mellan avkastningsserierna. Korrelation mellan MSCI fastighetsindex och OMX RE GI är mycket låg men positiv på 0,19. Mellan MSCI fastighetsindex och OMX STHLM GI är det en låg negativ korrelation på -0,19. Indexen tenderar att röra sig åt olika håll även om koefficienten är mycket låg.



Figur 13. Genomsnittlig årlig avkastning på eget kapital och risk mellan 2010-2020 hos de fyra tillgångarna.

I figur 13 presenteras de fyra tillgångarnas risk och avkastning. OMX RE GI har den största genomsnittliga årliga avkastning på 26,16% och även den högsta standardavvikelsen per år på 31,05%. MSCI fastighetsindex har den näst största årliga avkastningen på 19,89% samt den lägsta risken (undantaget den riskfria tillgången) på 9,25%. OMX STHLM har en högre standardavvikelse än MSCI fastighetsindex på 19,13% samt än mindre årlig avkastning på 17,17%. Den sista tillgången i figuren är en riskfri svensk 10-årig statsobligation som har en årlig avkastning på 1,22%.

Tabell 6. Årlig avkastning, årlig standardavvikelse, Sharpekvot samt beta för de fyra tillgångarna. Samtliga mått är gjorda på avkastning på eget kapital.

Index	Avkastning/år	Standardavvikelse /år	Sharpekvot	β
OMX RE GI	26,16%	31,05%	0,80	1,24
MSCI fastighetsindex (reviderat)	19,89%	9,25%	2,02	-0,09
OMX STHLM GI	17,17%	19,13%	0,83	
Svensk statsobligation	1,22%	0%		

I tabell 6 presenteras avkastningen och risken från figur 12 i tabellform. Utöver det presenteras även Sharpe-kvot för OMX RE GI, MSCI fastighetsindex, OMX STHLM GI och betavärde för OMX RE GI och MSCI fastighetsindex. MSCI fastighetsindex

har den största Sharpekvoten på 2,02, vilket indikerar en mycket hög riskjusterad avkastning. OMX RE GI och OMX STHLM GI har liknade Sharpekvoter på 0,8 respektive 0,83. Från tabellen presenteras därutöver OMX RE GI och MSCI fastighetsindex betavärde. OMX RE GI har ett betavärde på 1,24 vilket betyder att indexet har haft en högre volatilitet än marknaden och rör sig i samma riktning. OMX RE GI har en väldigt hög avkastning samt standardavvikelse. Ett högt betavärde är därmed förväntat. MSCI fastighetsindex har ett betavärde -0,09, vilket betyder att den har haft en lägre volatilitet än marknaden. Ett negativt betavärde indikerar att tillgången tenderar att gå upp i värde när marknaden går ner och tvärtom.

7 Diskussion

I detta kapitel kommer resultaten från studien diskuteras och analyseras utifrån teorin och tidigare forskning inom ämnet. De fyra AP-fonderna var olika villiga att svara på de ställda intervjufrågorna vilket påverkar diskussionen och förutsättningarna för att svara på forskningsfrågorna, i synnerhet i fråga om jämförelsen mellan fondernas strategier. De fonder vars svar var mer utförliga och specifika har därför fått större utrymme i diskussionen. Diskussionen är uppdelad utifrån de fyra frågeställningarna där vardera diskuteras separat.

Vad är bakgrunden till att förvaltarna av första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna har ökat exponeringen mot fastigheter under 2010–2020?

Av de svar som getts av intervjupersonerna är det osäkert om bakgrunden till ökningen i allokering mot fastigheter ligger i en uttalad förändring av fondernas strategi. De flesta av fonderna menar att ökningen skett på grund av marknadshändelser och att de sett fördelaktiga möjligheter inom fastighetsområdet och därför investerat i den tillgångsklassen. Två av fonderna, AP3 och AP2 nämner finanskrisen som en avgörande händelse som startade fastighetsarbetet, då priserna på marknaden var ovanligt låga. Även om AP4 och AP1 inte nämner finanskrisen kan det antas att detta gäller även för dem då alla fonder köpte Vasakronan gemensamt under 2008. Då intervjupersonerna från AP1 och AP4 inte arbetade på fonderna under finanskrisen kan detta också vara en anledning till att de inte tar upp händelsen.

Intervjupersonen från AP2 nämner att fastighetsarbetet startade på grund av att fonden var väldigt exponerad mot aktier genom finanskrisen. Då detta ledde till en stor nedgång i marknadsvärdet gav det en insikt om att exponering mot reala tillgångar var nödvändigt för diversifiering. Detta bekräftade även AP3.

Av fondernas årsredovisningar kan vi också se att de stora investeringarna i fastigheter startade under och precis efter finanskrisen i och med köpen av Vasakronan, Rikshem (köptes av AP4 från Vasakronan 2010), Hemsö (köps av AP3 2009) och Wilhelm

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

(startas 2010 av AP1). Med bakgrund av detta samt svaren från AP3 och AP2 kan slutsatsen dras att det troligen var dessa marknadsförhållanden som både möjliggjorde ökade fastighetsinvesteringar och kanske även gav insikten om att dessa var nödvändiga för en diversifierad totalportfölj.

Denna utveckling var inte heller AP-fonderna ensamma om då vi ser samma trend bland andra institutionella investerare som privata svenska pensionsfonder och även den norska oljefonden. Det ger en ytterligare bekräftelse om att fastighetsinvesteringar var ett fördelaktigt val för institutioner under denna tid. Troligen eftersom bankernas restriktiva lånutgivning gjorde att många mindre investerare inte hade möjlighet att konkurrera på marknaden vilket då gav mer fördelaktiga prisförhållanden.

Vidare har marknadsvärdena på fastigheter stigit markant under 2010–2020. Detta spelar såklart också en roll i den ökade exponeringen då fondernas fastighetstillgångar haft en högre pristillväxt än övriga portföljen. Detta kan dock inte ensamt förklara allokeringsoökningen. Flera nyinvesteringar har också gjorts under perioden.

En trolig anledning till detta är de sjunkande räntenivåerna som rådde under 10-talet, med framförallt låga räntor under andra halvan. Detta eftersom belåning är en central del i så pass omfattande investeringar som fastighetsaffärer. Det har även varit sjunkande direktavkastningskrav på marknaden och värdeökning har utgjord en stor del i den totala avkastningen från fastigheter. Ständigt ökande värden, en lång trend av uppgång på fastighetsmarknaden och låga räntenivåer kan förklara institutionella investerares gemensamma intåg på marknaden. Exempelvis nämnde AP2 i intervjun att just direktavkastningen inte har varit en fokuspunkt för dem. Detta kan dock förklaras av deras bestånd då de gjort omfattande utvecklingsprojekt, speciellt i U.S.A., och dessa vanligen är drivna av ett mål om värdeökning.

Flera av fonderna påpekar även att arbetet med att utöka fastighetsportföljen är något som utvecklas succesivt. Att köpa en stor andel av ett fastighetsbolag eller bygga upp det från start kräver långt förarbete och att de rätta prospekten ska dyka upp. Även om strävan att utöka allokeringen mot fastigheter började tidigt kan det ta flertalet år att genomföra arbetet. Detta bekräftades av AP3 som haft mål om fastighetsexponering sedan start. Även AP4 tryckte på att det organisatoriska och legala arbetet är tids och resurskrävande. Majoriteten av intervjupersonerna nämnde även att de främst investerar genom de bolag de redan äger och utökar på så sätt sin position inom tillgångsslaget fastigheter.

Slutligen kan det nämnas att Lagen om allmänna pensionsfonder (SFS 2000:192) innan 2019 var restriktivt angående investeringar i onoterade tillgångar med en begränsning på max 5 % onoterat men där fastigheter är exkluderat från den gränsen. Alltså var fastigheter ett av få sätt att diversifiera totalportföljen med onoterade tillgångar, och det

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

enda sättet som inte var begränsat. Detta nämner även intervjupersonen från AP3 som en anledning till att de valt att diversifiera fonden med just fastigheter.

Idag ges större utrymme i lagen för investeringar i illikvida tillgångar, även om investeringar via privata fastighetsbolag är unikt då fonderna får äga större andelar av rösterna. Då fonderna nu har större frihet att investera i andra typer av onoterade tillgångar kanske den tidigare trenden av ökande allokeringsnivåer inom fastigheter är över. AP2-AP4 nämner också att de i framtiden inte har planer på att utöka tillgångsslaget fastigheter i lika hög takt som de gjort tidigare. Det är dock osäkert om detta är på grund av att de nu kan diversifiera med andra tillgångsslag istället eller om de är nöjda med sin onoterade diversifieringsnivå. AP1 vill inte kommentera frågan.

Av vilka anledningar har förvaltarna av första, andra, tredje och fjärde AP-fonderna valt att investera i fastigheter främst i form direktägda privata fastighetsbolag?

De argument som intervjupersonerna gav till varför de är dominerade av direktägda bolag i sin fastighetsportfölj är väldigt lika. Det är tydligt att påverkansmöjlighet är viktigt för dem alla. Dels för att de vill försäkra sig om att bolagen har en god, etisk och hållbar styrning, flera av fonderna antyder att ESG (Environmental, social governance) är centrala för dem. I och med att de äger så pass stora andelar av privata fastighetsbolag sitter de även i styrelsen och har direkt inflytande. Men det är också ekonomiska fördelar som tas upp då inflytandet även leder till att de kan påverka bolagens investeringsbeslut. Detta är något som stämmer överens med teorin. Då AP-fonderna enligt lag inte får äga en fastighet direkt utan en mellanliggande bolagsstruktur är denna investeringsform den som medför den högsta nivån av inflytande och kontroll.

Flera av fonderna nämner även kostnadseffektivitet som en anledning till direktägande av fastighetsbolag. I jämförelse med en fastighetsfond, där det finns en förvaltare som mellanhand, ligger denna ägandeform närmare de underliggande kassaflödena från bolagets fastigheter. Detta är däremot inte unikt för aktier i privata fastighetsbolag utan kan även uppnås med aktier i noterade fastighetsbolag. I ett noterat fastighetsbolag skulle dock den höga nivån av kontroll gå förlorad eftersom det är lagstadgat att AP-fonderna inte får äga mer än 10 % av rösterna i ett noterat fastighetsbolag. Med en så pass liten andel skulle de inte få lika mycket inflytande i bolagets styrelse.

Som pensionsfonder är samtliga AP-fonder långsiktiga investerare. Flera av dem trycker på vikten av att vara delägare tillsammans med likasinnade investerare och nämner det som ytterligare en anledning att äga fastighetsbolag direkt. I ett noterat företag har de inte alls samma påverkansmöjlighet över vilka som är övriga delägare. I teorin kan vem som helst med tillräckligt kapital köpa in sig i bolaget.

Värt att nämna är att samtliga argument som intervjupersonerna nämnde inte är specifika för just fastigheter. Liknande skäl skulle kunna tas upp som anledning att direktäga vilken typ av privat bolag som helst. Frågan varför det är just fastighetsbolag som AP-fonderna direktägar stora andelar av kan det möjligen ges ett svar på i lagen om AP-fonderna. En av anledningarna kan vara att AP-fonderna endast är tillåtna att äga onoterade tillgångar i form av fastighetsbolag, riskkapitalbolag och fonder. Här är fastighetsbolag den enda onoterade tillgången som saknar en övre gräns angående antalet röster i styrelsen. Det är alltså möjligt att AP-fonderna hade ägt fler typer av privata bolag direkt om de hade tillåtelse för detta i lagen.

Flera av AP-fonderna har också lyckats minimera de negativa sidorna av att direktäga fastighetsbolag. De har i sina investeringar utanför Sverige valt att samarbeta med lokala investerare som har en högre kunskap om marknaden. Då dessa också har investerat kapital i bolagen och inte endast är en förvaltare har den lokala partnern incitament att sköta sitt uppdrag föredömligt och principal-agent problematiken kan undvikas. Detta kan vi se i exempelvis US Office Holding (AP2) där det amerikanska bolaget Tishman Speyer är medinvestor och i Cityhold Office Partnership (AP1 och AP2) där partnern TIAA förvaltar beståndet genom bolagen Nuveen Real Estate.

Hur ser första, andra, tredje och fjärde AP-fondernas fastighetsstrategier ut och vad differentierar dem från varandra?

Även fast fonderna har stora likheter och gemensamt äger flera fastighetsbolag, skiljer de sig från varandra på vissa plan. Det är tydligt att de har valt olika metoder när det kommer till att diversifiera sin fastighetsportfölj. Det måste däremot tilläggas att det är fondernas mål att ha en diversifierad fond som helhet, vilket inte nödvändigtvis betyder att fastighetsportföljen måste vara väldiversifierad. Hur de har valt att fördela fastighetsportföljen över sektorer och regioner beror alltså på hur den övriga portföljen ser ut. Med det i åtanke är det naturligt att de valt olika fastighetsstrategier.

AP2 som främst valt att diversifiera genom globala fastighetsinvesteringar i olika regioner menar att detta är på grund av att de som buffertfond har som syfte att försäkra pensionssystemets tillgångar när det går sämre för den svenska ekonomin. Därför anser de att de bör allokera utomlands. De har främst fokuserat på kontor eftersom de har erfarenhet av det genom Vasakronan och därför känner sig tryggare med att investera i den sektorn även utomlands. Flera av de andra fonderna fokuserar däremot till övervägande del på Sverige och har istället valt att sprida sig över flera sektorer. Här är AP3 ledande som äger och delägar flera svenska och skandinaviska fastighetsbolag som agerar inom olika fastighetssektorer. De menar dels att det är på grund av att de har en större marknadsinsyn i Sverige och att det är organisatoriskt effektivare att vara

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

nära sina ägda bolag. Här kan det också nämnas att AP3 har absolut flest fastighetsbolag i sin portfölj (5 st.). Det innebär också en stor arbetsbörda att sitta i så pass många bolagsstyrelser. Detta skulle kunna göra det svårare att samtidigt vara verksam på flera olika geografiska marknader. Utöver AP3 har även AP1 en stor exponering mot den svenska marknaden och menar att detta beror på att de har haft en stark tro på att de vill agera som aktiva investerare – något som enklast görs i Sverige. Å andra sidan investerar de även internationellt via bolaget Cityhold tillsammans med bland annat AP2 och via fonder.

Varför AP2 är den fond som har störst internationell exponering i fastighetsportföljen kan ha en förklaring i att de endast är delägare i 3 stycken fastighetsbolag. Därför har de inte lika många åtaganden som exempelvis AP3 och har därmed större möjlighet att hantera arbetsbördan av att vara utspridda geografiskt. I sina internationella investeringar är de även partners med lokala aktörer som har en större kännedom om marknaden.

Enligt forskning finns det inget rätt eller fel angående om diversifiering genom geografisk utspridning eller olika sektorer är bäst. Däremot kan man se att om en investerare endast väljer att ha fastighetstillgångar i ett land är sektordiversifiering viktigare än att verka på fler platser inom landet. Detta beror också på storleken av det specifika landet. På en relativt liten marknad som den svenska kan det antas att sektordiversifiering är viktigare än regional spridning inom landet.

AP4 som har ett fokus på bostäder och samhällsfastigheter i och med den stora tillgången Rikshem, menar att det är på grund av att denna sektor inte är konjunkturkänslig. Då övriga portföljen är dominerad av aktier, ett tillgångsslag som till stor del följer tillväxten, ger det ett gott skydd. Att vara dominerade av aktier i totalportföljen är dock något som de har gemensamt med samtliga AP-fonder. Därför är detta ett angreppsätt som skiljer sig från AP2s, som valt att investera i den konjunkturkänsliga sektorn kontor som inte bör ge lika stor säkring mot svängningar i aktiekursen. Däremot ligger AP2s kontorsfastigheter i mycket attraktiva lägen i västvärldens största städer. Dessa lägen torde inte var de som påverkas mest av en lågkonjunktur. Deras långsiktighet gör även att de rimligen kan behålla sin position även i en recession. AP4 ger intrycket av att de har en högre exponering mot den noterade fastighetsmarknaden än övriga fonder. Däremot är de också den enda av fonderna vars fastighetsavdelning också hanterar noterade fastighetstillgångar. I de övriga fonderna räknas noterade fastighetsaktier in i kvoten aktier medan de i AP4 tillhör tillgångsslaget fastigheter. Det är därför osäkert om AP4 verkligen är störst inom den noterade fastighetsmarknaden.

Sammantaget är den största likheten mellan fonderna att de alla gärna vill ha en god möjlighet till inflytande i deras fastighetsinvesteringar, vilket är en del i varför de alla också är investerade i direktägda privata fastighetsbolag. Flera av fonderna, undantaget AP2 ser också stora fördelar med att investera nationellt. De största olikheterna ligger i val av fastighetstyper och till viss del regioner. Deras argument för deras investeringsval skiljer sig också markant från varandra.

Hur skiljer sig diversifieringseffekterna mellan att investera i den svenska direkta fastighetsmarknaden jämfört med den noterade fastighetsmarknaden?

Resultaten från den kvantitativa analysen säger oss att det finns en svag positiv korrelation (0,19) mellan avkastningsserien från svenska direkta fastigheter och noterade aktier i svenska fastighetsbolag mellan 2010-2020. Alltså finns det en viss samrörelse mellan de båda indexen, även om sambandet inte är särskilt starkt. Det behöver däremot inte direkt betyda att de har liknande diversifieringseffekt i förhållande till övriga aktiemarknaden. Korrelationen mellan direkta fastigheter och marknadsindexet är svagt negativ (-0,19), vilket var väntat och också stämmer överens med tidigare forskning. Fastigheter och aktier har historiskt sett haft en låg samvariation. Det noterade fastighetsindexet hade däremot en mycket hög korrelation med marknadsindexet (0,76). I figur 11 där indexen är illustrerade i en normerad graf kan vi visuellt se deras samrörelse. Trots att det direkta fastighetsindexet både är *unsmoothed* och omräknat till avkastning på eget kapital ser vi att värdeutvecklingen är mer stabil än det noterade fastighetsindexet. Det går även att skymta den starka korrelationen mellan marknaden och noterade fastigheter, speciellt mellan 2010 och 2013. Samrörelsen går även att se efter 2013 även då noterade fastigheter har en mer extrem prisökning.

Utifrån detta verkar det alltså inte troligt att noterade fastighetsaktier skulle ge en lika god diversifieringseffekt mot marknaden som direkta fastigheter gör. Den tidigare forskningen som istället för noterade fastighetsaktier använt sig av REITs-avkastningar har gett motsatt bild. Där har ett starkt samband mellan fastigheter och REITs påvisats. Ett mycket starkare sådant än mellan REITs och övriga aktiemarknaden. Det ska dock påpekas att REITs och noterade fastighetsaktier inte är samma typ av tillgångsslag, även då det finns tydliga likheter mellan de båda.

Om det skulle finnas en gemensam fastighetsfaktor som driver både det direkta och indirekta fastighetsindexen är det naturligt att det noterade indexet skulle reagera fortare på förändringar och ny information på marknaden. Tidigare undersökningar har även antytt att det finns en så kallad *lead-lag* -effekt mellan REITs och direkta fastigheter. Av diagrammet i figur 11 kan vi däremot inte se några riktiga tecken på något sådant samband. Det måste nämnas att dataunderlaget i denna kvantitativa analys

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

lämnar mycket att önska. De noterade indexen har precisa dagskurser medan det direkta fastighetsindexet från MSCI endast ges ut årligen. Därför har även börsindexen fått räknas om till årsavkastningar. Dessutom är MSCIs index till övervägande del baserat på värderingar som ersättning för avsaknaden transaktionspriser. Detta gör att indexet tyvärr inte riktigt speglar de verkliga förändringarna på den svenska direkta fastighetsmarknaden. Däremot är indexet det mest precisa direkta fastighetsindex som går att hitta över den svenska marknaden.

I diagrammet över avkastning mot risk för de tre indexen samt riskfria statsobligationen ser vi att MSCIs fastighetsindex har genererat en avkastning på eget kapital som ligger mellan den för fastighetsaktier och marknadsindexet. Risknivån är mycket låg i jämförelse trots att det är omräknat på eget kapital. Detta kan vi också se på Sharpekvoten som är ovanligt hög (2,02). Det måste tas i beaktning att denna typ av direkta fastighetsindex tenderar att underskatta risken av de underliggande tillgångarna. Trots att MSCIs index är *unsmoothed* kan vi misstänka att avkastningsserien inte innehåller alla verkliga svängningarna på fastighetsmarknaden utan är mer stabilt. Risken som kommer av fastigheters illikviditet finns inte heller representerat i avkastningsserien. Med andra ord ska den höga Sharpe kvoten läsas av med dataunderlagets bristfälliga representation av verkligheten i åtanke.

Vidare ser vi ett negativt beta-värde för direkta fastigheter (-0,09) och ett relativt högt värde för noterade fastighetsaktier (1,24). Det är inte förvånande att direkta fastigheter har så pass lågt betavärde då vi kan se att svängningarna i MSCIs index har varit svagare än de för marknadsindexet. Det är även tydligt av diagrammet i figur 11 att det noterade fastighetsindexet har haft mer dramatiska svängningar än marknadsindexet vilket förklarar det positiva värdet på Beta. Slutsatsen är att noterade fastigheter innehåller mer marknadsrisk än vad direkta fastigheter gör.

8 Slutsats

AP-fondernas ökade exponering inom tillgångsslaget fastigheter mellan 2010-2020 har inte orsakats av en tydlig förändring av fondernas strategi. Fonderna bildades 2001 och strävan att diversifiera dem verkar ha funnits länge. Att genomföra förändringar inom allokeringssandelar tar tid, speciellt när det handlar om så pass illikvida tillgångar som fastigheter. Det är tydligt att marknadsförhållanden har spelat en viktig roll i hur mycket som investerats i fastigheter. Finanskrisen var troligen en katalysator som startade det aktiva fastighetsarbetet med förvärvet av bland annat Vasakronan. Efter detta har fastighetsmarknaden stigit markant och fler institutionella investerare har gjort intåg på marknaden. Förutom stigande fastighetsvärden har räntorna nått en historiskt låg nivå under andra halvan av 10-talet vilket troligen gett AP-fonderna en större genomförandekraft i sitt fastighetsarbete. Vidare har de stigande värdena gjort att fonderna också passivt ökat sina allokeringssandelar inom fastigheter.

Slutligen har troligen regleringarna inom Lagen om AP-fonderna (SFS 2000:192) spelat en roll bakom allokeringssökningen. Detta eftersom de innan 2019 har gynnat onoterad diversifiering genom fastigheter före andra onoterade tillgångar. I en fond som vid dess bildande 2001 var relativt odiversifierad är det därmed naturligt att fastigheter blivit ett huvudspår för diversifiering.

Den ökade allokeringen mot fastigheter har framför allt gjorts via direktägande av hela eller delar av privata fastighetsbolag. Det är tydligt att fonderna har föredragit denna investeringsform då den gett dem goda möjligheter till inflytande över bolagen. Inflytandet i bolagsstyrelsen är av vikt för fonderna av flera orsaker. Dels kan de säkerställa att bolagens styrning tar hänsyn till social och miljömässig hållbarhet. Eftersom samtliga fonder är statliga myndigheter är det föga förvånande att dessa frågor är centrala. Vidare är det även lagstadgat att de ska investera med hållbarhet i åtanke. AP-fonderna har även sett ekonomiska fördelar med denna investeringsform. Dels får de inflytande över vilka som är medinvestorer i bolagen när de är privat ägda. Att samarbeta med likasinnade investerare är viktigt för samtliga AP-fonder. Inflytandet i bolagen gör det också möjligt för dem att vara med i investerings- och budgetbeslut samt möjligheten att påverka hur mycket eller lite kapital som ska skjutas in i bolagen.

Direktägande av bolag är långsiktig investeringsform, precis som AP-fonderna själva. Till skillnad från de flesta fonder har privata fastighetsbolag inget slutdatum när tillgångarna ska säljas. Ytterligare en fördel och orsak är att investeringsformen är kostnadseffektiv, framför allt när den görs inom Sveriges gränser. Det finns ingen extern förvaltare som tar ut ett arvode.

Den största likheten mellan AP-fonderna är just valet att domineras av direktägda fastighetsbolag i sin fastighetsportfölj. Viljan att ha en aktiv roll som investerare med en hög grad av inflytande är också en tydlig likhet. Fonderna delar ofta innehav och är partners i flera fastighetsbolag. Majoriteten av dem har även ett fokus på den svenska fastighetsmarknaden medan AP2 sticker ut med deras internationella spridning. Däremot är det ingen av fonderna som endast verkar i Sverige, alla har utländska investeringar minst i form av fonder. Olikheterna mellan fonderna ligger i vilka sektorer som ingår i deras fastighetsportföljer. AP3 och AP1 har en stor spridning mellan flera sektorer, AP4 har en viss spridning och AP2 är tydligt fokuserade på kontor.

En annan klar olikhet är hur mycket de valt att investera i fastigheter och hur organisationen kring fastighetsarbetet ser ut. Dels använder de olika räknesätt när de anger deras investerade andel inom fastigheter vilket kan bli missvisande när siffrorna jämförs med varandra. Dels kan man se att de flesta fonder inte räknar med noterade fastighetsinvesteringar i kvoten fastigheter med undantag för AP4.

I frågan om hur diversifieringseffekten skiljer sig mellan investeringar i direkta fastigheter och indirekta noterade fastighetstillgångar är svaret något oklart. Undersökningen har visat att noterade fastigheter har en långt högre volatilitet och avkastning än direkta fastigheter. Det har även visats att det noterade fastighetsindexet har en stark korrelation med aktiemarknaden. Direkta fastigheter verkar inte ha någon korrelation alls med marknadsindexet. Däremot är det svårt att konstatera att noterade fastighetstillgångar inte alls innehar de diversifierande fördelar som direkta fastigheter har. Dataunderlaget i undersökningen är mycket bristfälligt, framförallt avkastningsserien över den svenska direkta fastighetsmarknaden som baserats på ett årligt index. Tidigare forskning som gjorts över fler internationella marknader och ett större underlag har visat ett starkt samband mellan noterade fastighetstillgångar och direkta fastigheter. Detta samband är inte något som påvisats i denna undersökning. Det betyder inte att sambandet inte existerar på den svenska marknaden utan snarare att denna typ av index med få datapunkter inte är optimala att använda i en jämförelsestudie.

För att undersöka AP-fondernas fastighetsinvesteringar vidare hade en jämförelse mellan deras fastighetsportföljer och en fond som endast innehåller fastigheter varit intressant. Detta eftersom AP-fondernas fastighetsinvesteringar är starkt färgade av totalportföljen medan en fastighetsfond endast diversifierar med hjälp av olika typer av fastigheter. Ytterligare en möjlighet är att studera AP-fondernas övriga portföljinnehav och jämföra hur de har valt att diversifiera med fastigheter i förhållande till hur deras totalportföljer ser ut.

9 Referenser

- Andonov, A., Kok, N. & Eichholtz, P., 2013. A Global Perspective on Pension Fund Investments in Real Estate. *The Journal of Portfolio Management*.
- Andra AP-fonden, 2012. *Andra AP-fondens årsredovisning 2011*, Göteborg: Andra AP-fonden.
- Andra AP-fonden, 2013. *Andra AP-fondens årsredovisning 2012*, Göteborg: Andra AP-fonden.
- Andra AP-fonden, 2020. *Andra AP-fondens årsredovisning 2019*, Göteborg: Andra AP-fonden.
- Andra AP-fonden, 2021. *Andra AP-fondens årsredovisning 2020*, Göteborg: Andra AP-fonden.
- Aros Bostadsutveckling, 2019. *Årsredovisning 2019*, Stockholm: u.n.
- Baker, K. & Chinloy, P., 2014. *Public Real Estate Markets and Investments*. u.o.:Oxford University Press.
- Baum, A., 2015. *Real estate investments - a strategic approach*. Third red. New York: Routledge.
- Berk, J. & DeMarzo, P., 2016. *Corporate Finance*. 4 red. England: Pearson Education Limited.
- Boverket, 2018. *Konkurrenssituationen inom bygg- och byggmaterialindustrierna i andra länder*, u.o.: Boverket.
- Brueggeman, W. B. & Fisher, J. D., 2010. *Real Estate Finance and Investments*. McGraw-Hill Education.
- Catella, 2021. *Market Snapshot April 2021*, Stockholm: Catella.
- Första AP-fonden, 2019. *Första AP-fondens Unlisted shares and Associated companies*, Stockholm: Första AP-fonden.
- Första AP-fonden, 2020. *Årsredovisning 2019*, Stockholm: u.n.
- Första AP-fonden, 2021. *Årsredovisning 2020*, Stockholm: Första AP-fonden.
- Fastighetsvärlden, 2021. Äger fastigheter för 380 miljarder. *Fastighetsvärlden*, januari, pp. 30-35.
- Finansinspektionen, 2019. *Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet*, Stockholm: Finansinspektionen.
- Fjärde AP-fonden, 2002. *Årsredovisning 2001*, Uppsala: Fjärde AP-fonden.
- Fjärde AP-fonden, 2011. *Årsredovisning 2010*, Stockholm: Fjärde AP-fonden.
- Fjärde AP-fonden, 2020. *AP4 Årsredovisning 2019*, Stockholm: Fjärde AP-fonden.
- Geltner, D. & Kluger, B., 1998. REIT-Based Pure-Play Portfolios: The Case of Property Types. *Real Estate Economics*, 26(4), pp. 581-612.
- Geltner, D. M. & Miller, N. G., 2006. *Commercial Real Estate*. Stow(Ohio): LEAP Publishing Services.
- Goetzmann, W. N. & Ibbotson, R. G., 1990. The Performance of Real Estate as an Asset Class. *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(1), pp. 65-76.
- Hemsö, u.d. [Online]
Available at: <https://www.hemso.se/om/>
- Hoesli, M., MacGregor, B., Eichholtz, P. & Nanthakumaran, N., 1995. Real estate portfolio diversification by property type and region. *Journal of Property Finance*, September, pp. 39-59.

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

- Hoesli, M. & Oikarinen, E., 2012. Are REITs Real Estate? Evidence from International Sector Level Data. *Journal of International Money and Finance*, 31(7), pp. 1823-1850. Innisfree, u.d. [Online] Available at: <https://www.innisfree.co.uk/>
- Katzler, S., 2016. *Methods for comparing diversification strategies on the Swedish real estate market*, u.o.: International Journal of Strategic Property Management.
- Lee, S. & Stevenson, S., 2005. Testing the Statistical Significance of Sector & Regional Diversification. *Journal of Property Investment and Finance*, Oktober, pp. 394-411.
- Lekander, J. & Gustafsson, C., 2018. *Fastighetsnomenklatur*. 13 red. u.o.:Fastighetsnytt Förlag AB.
- Markowitz, H., 1952. The Modern Portfolio Theory of Diversification. *Journal of Finance*, pp. 77-91.
- MSCI, 2021. *MSCI Property Indexes Methodology*, New York: MSCI.
- Nareit, 2021. *What's a REIT (Real Estate Investment Trust)?*. [Online] Available at: <https://www.reit.com/what-reit> [Använd april 2021].
- Nasdaq, 2021. *OMXSGI, OMX STOCKHOLM_GI*. [Online] Available at: http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0002416156
- Nasdaq, 2021. *SX35GI, OMX STOCKHOLM REAL ESTATE GI*. [Online] Available at: http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?languageId=3&Instrument=SE004383172
- Nasdaq, u.d. *Vad är aktieindex*. [Online] Available at: <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3>
- Newsec, 2009. *Newsec Nordic Report Spring 2009*, u.o.: Newsec.
- Newsec, 2015. *Property Outlook Autumn 2015*, Stockholm: Newsec.
- Norges Bank Investment Management, 2020. *Investing in Real Estate, The 10-year History*, Oslo: Norges Bank.
- Nuveen Real Estate, 2020. *Nuveen news*. [Online] Available at: <https://www.nuveen.com/global/thinking/news/2020/nuveen-real-estate-recapitalises-cityhold-office-partnership> [Använd februari 2021].
- Pensionsmyndigheten, 2020. *Orange rapport 2019*, Stockholm: Pensionsmyndigheten.
- Pensionsmyndigheten, 2021. *Det här är tjänstepension*. [Online] Available at: <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/tjanstepension/det-har-ar-tjanstepension>
- Pensionsmyndigheten, 2021. *Eget sparande till din pension*. [Online] Available at: <https://www.pensionsmyndigheten.se/forsta-din-pension/sa-fungerar-pensionen/eget-sparande-till-pension>
- Pietrewicz, N. & Roihjert, S., 2014. *Pensionsfonders investeringsstrategier beträffande fastigheter, varför investeras det inte mer?*, Stockholm: Institutionen för fastigheter och byggande.
- Quan, D. C. & Quigley, J. M., 1989. Inferring an Investment Return Series for Real Estate from Observations on Sales. *AREUEA Journal*, 17(2), pp. 218-230.
- Rikshem, 2020. *Rikshems års- och hållbarhetsredovisning 2019*, Stockholm: Rikshem.

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

Sagax AB, u.d. <i>Sagax.</i>	[Online]
Available at: https://www.sagax.se/en/welcome-sagax	
SCB, 2021. <i>Kort och lång ränta.</i>	[Online]
Available at: https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/ovrigt/allmant/sveriges-ekonomi/pong/tabell-och-diagram/kort-och-lang-ranta-1989-/	
[Använd mars 2021].	
Secore Fastigheter AB, u.d. <i>Secore Fastigheter.</i>	[Online]
Available at: http://secorefastigheter.se/	
Swedbank, u.d. <i>Statsobligationer.</i>	[Online]
Available at: https://www.swedbank.se/foretag/spara-och-placera/aktier-rantor-och-andra-placeringar/ranteplaceringar/statsobligationer.html	
Svefa, 2012. <i>Svensk Fastighetsmarknad</i> , Stockholm: Svefa Holding AB.	
Svefa, 2013. <i>Svensk Fastighetsmarknad</i> , Stockholm: Svefa Holding AB.	
Svefa, 2017. <i>Svensk fastighetsmarknad våren 2017</i> , Stockholm: Svefa Holding AB.	
Svefa, 2020. <i>Svensk Fastighetsmarknad</i> , Stockholm: Svefa Holding AB.	
Thaler, R. H., 1999. The End of Behavioral Finance. <i>Financial Analysts Journal</i> .	
Tredje AP-fonden, 2002. <i>Årsredovisning 2001</i> , Stockholm: Tredje AP-fonden.	
Tredje AP-fonden, 2019. <i>Årsredovisning 2019</i> , u.o.: Den tredje AP-fonden.	
Tredje AP-fonden, 2020. <i>Årsredovisning 2020</i> , u.o.: Den tredje AP-fonden.	
Tredje AP-fonden, 2021. <i>Årsredovisning 2020</i> , Stockholm: Tredje AP-fonden.	
Trenum, u.d.	[Online]
Available at: https://www.trenum.se/	
Trophi, u.d.	[Online]
Available at: http://trophi.se/	
Urbanea Fastigheter, u.d. <i>Om oss.</i>	[Online]
Available at: https://www.urbanea.se/omoss	
Vasakronan, 2020. <i>Årsredovisning 2019</i> , Stockholm: Vasakronan.	
Vasakronan, u.d. <i>Kort om oss.</i>	[Online]
Available at: https://vasakronan.se/om-vasakronan/foretaget/kort-om-oss/	
Willhelm AB, 2019. <i>Årsredovisning 2019</i> , Stockholm: Willhelm AB.	
Willhelm, 2013. <i>Om Willhelm.</i>	[Online]
Available at: https://www.willhem.se/Om-Willhem/om-willhem/	

Bilaga 1 Intervjufrågor

1. Hur vill ni beskriva er övergripande investeringsstrategi för fastigheter?
 - a) Varför har ni denna strategi?
 - b) Hur länge har ni haft denna strategi?
 - c) Hur såg er strategi ut innan den nuvarande?
2. Hur ser fördelning av fastighetssektorer ut i er portfölj?
 - a) Vad är bakgrunden till att ni har utelämnat något segment/domineras av något segment?
3. Hur ser fördelningen av fastigheter ut mellan regioner globalt i er portfölj?
 - a) Varför har ni den fördelningen?
4. Har ni förändrat er strategi under de senaste 5 åren?
 - a) Om ja, Hur då?
 - i) Varför förändrade ni den?
 - b) Om nej, Har ni planer på att förändra investeringsstrategin inom snar framtid?
 - i) Varför har ni valt att behålla strategin?
 - c) Vad skulle kunna få er att förändra er strategi?
5. Vad/vilka är de viktigaste faktorerna när ni vill diversifiera fastighetsportföljen?
 - a) Geografisk spridning
 - b) Fastighetstyp
 - c) Typ av investering (direktägda bolag, noterade aktier, fonder)
6. Hur räknar ni när ni anger er exponering mot fastigheter?
 - a) Marknadsvärdet av er andel i bolaget/fonden?
 - b) Marknadsvärdet av er andel eget kapital?
 - c) investerat kapital?
 - d) annat?
7. Ligger era investeringar i aktier i noterade fastighetsägande/-utvecklande företag under kategorin fastigheter eller aktier?
8. Hur skiljer sig er investeringsstrategi beroende på geografisk lokalisering.
EX: Väljer ni att investera på andra sätt i Sverige än i Asien?

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

- a) Passar vissa investeringsformer bättre på vissa typer av marknader och varför?
9. Vilka/vilken faktor(er) anser ni vara de viktigaste i ett fastighetsinvesteringsbeslut?
- a) Uppskattad avkastning
 - b) Stabilt kassaflöde
 - c) Risk
 - d) Likviditet
 - e) Diversifiering
 - f) Kompetensområde/marknadsinsyn
 - g) Geografisk lokalisering
 - h) Konjunkturförändringar
 - i) Andra faktorer?
10. Använder ni IPD/MSCI Svenskt fastighetsindex som benchmark/beslutsunderlag i era svenska fastighetsinvesteringar?
- a) Om ja, Anser ni att de ger en rättvis bild av utvecklingen på fastighetsmarknaden?
 - b) Om nej, varför inte?
11. Varför är majoriteten av era fastighetsinvesteringar i form av direktägda bolag?
- a) I vilka situationer anser ni att det inte är en lämplig strategi?
 - b) Har ni planer på att öka eller minska andelen investeringar av denna typ och varför?
12. Anser ni att avkastningar från investeringar i direktägda fastighetsbolag korrelerar mindre med marknadsrörelser än andra typer av fastighetsinvesteringar (Aktier i noterade fastighetsbolag, andelar i fastighetsfonder)?
13. Hur mäter ni hur riskfylld en investering är?
14. Varför har ni ökat eran exponering mot fastigheter så pass kraftigt de senaste 10 åren?
- a) Varför just då? Varför inte tidigare?
 - b) Har ni planer på att fortsätta den utvecklingen?
 - i) Om ja, vilken nivå av exponering vill ni nå?
 - 1. Är det något specifikt segment/region som saknas i portföljen?

AP-fondernas investeringsstrategier i fastigheter

ii) Om nej, varför är den nuvarande nivån optimal?

15. Är bakgrunden till den stora ökningen i exponering främst värdeökning av beståndet eller nyinvesteringar?
16. Hur lång är er investeringshorisont inom fastighetsinvesteringar
 - a) Finns det vissa fastighetstillgångar som ni håller längre respektive kortare och varför då?
17. Hur ser era investeringsplaner ut under de närmsta åren, kommer ni göra nya investeringar eller vill fortsätta investera genom plattformarna ni redan har?
 - a) Om nya investeringar, Vilka marknader och/eller sektorer vill ni investera i?
 - i) Vilken typ av investering tror ni skulle vara lämplig för det området?
 - b) Om behålla nivån, varför då?
18. Har ändringar i Lagen om AP-fonderna påverkat er strategi inom fastighetsinvesteringar?
 - a) Om ja, på vilket sätt?
19. Har ni varit begränsade av regleringarna om exempelvis minimikrav på andel likvida tillgångar?