



**KTH Arkitektur
och samhällsbyggnad**

Institutionen för Fastigheter och Byggnad
Fastighetsutveckling och Finansiella tjänster

Examensarbete nr. 261
Magisternivå, 30 hp

Preferensaktier och obligationer som fastighetsfinansiering

Författare:
Erik Grundström
Hanna Åkerwall

Stockholm 2013

Handledare:
Hans Lind

Abstract

Title	
Authors	Erik Grundström, Hanna Åkerwall
Department	Real Estate Economics
Master Thesis number	261
Supervisor	Hans Lind
Keywords	Preference Shares, Bonds, Real Estate Financing.

The recent turbulence in the financial markets has contributed to the banks becoming more restrictive to lend to real estate financing. Deleveraging in Europe's banking sector has also contributed to banks reducing their leverage and increasing capital adequacy to meet the new requirements. Loan-to-value ratios in real estate loans have fallen while banks' interest margins have increased, which has made property investors to look for alternative sources of funding in the capital markets.

The two most interesting forms of financing for real estate right now is bonds and preferred shares as they fit property companies that generate stable and predictable cash flows.

A bond is an interest-bearing debenture certifying that the purchaser has lent money to the company that issued the bond. It's a very safe security since the only reason you would not be able to get your money back is if the company goes bankrupt.

Preference shares structure is something between an ordinary share and a bond. The preference share generates an annual fixed predetermined dividend paid before common shareholders receive dividend which makes it much more predictable and stable relative to an ordinary share.

Demand for investing in bonds and preference shares is considered good since equity investors have shown strong interest and these securities offer a good risk adjusted return

The property companies that has issued both bonds and preferred shares have been selected to be further examined in this paper. The property companies currently consist of Corem Property Group, Fastighets AB Balder, Klöver AB and Sagax AB. Since 2007, all of these companies diversified their financing primarily through the issuing of preference shares and bonds, and the majority has moved towards a greater proportion of equity. It is clear that alternative sources of financing such as preferred shares and bonds will become more common in the future as it is abroad.

Sammanfattning

Titel	
Författare	Erik Grundström, Hanna Åkerwall
Institution	Samhällsbyggnad
Examensarbete nummer	261
Magisternivå	
Handledare	Hans Lind
Nyckelord	Preferensaktier, Obligationer, Fastighetsfinansiering.

De senaste årens oro på finansmarknaden har bidragit till att bankerna har blivit mer restriktiva till att ge krediter till fastighetsfinansiering. Skuldnedväxlingen i den europeiska banksektorn har också bidragit till att bankerna minskar sin skuldsättningsgrad och ökar kapitaltäckningen för att möta nya krav. Belåningsgraderna vid fastighetskrediter har sjunkit samtidigt som bankernas räntemarginaler har ökat vilket har fått fastighetsinvestorer att söka sig till alternativa finansieringskällor på kapitalmarknaden.

De två kanske mest intressanta finansieringsformerna för fastigheter just nu är obligationer och preferensaktier då de passar fastighetsbolag bra som genererar stabila och förutsägbara kassaflöden.

En obligation är ett räntebärande skuldebrev som intygar att köparen har lånat ut pengar till det företag som emitterat obligationen. Det är väldigt säkra värdepapper då den enda anledningen till att man inte skulle kunna få tillbaka sina pengar är om företaget går i konkurs.

Preferensaktiers struktur befinner sig i det närmaste mellan en vanlig stamaktie och en obligation. Preferensaktien ger en fast årlig förutbestämd utdelning som betalas ut före stamaktieägarna får utdelning vilket gör att den är mer förutsägbar och stabil i förhållande till en stamaktie.

Efterfrågan på att investera i obligationer och preferensaktier får anses god då investerare vid emissioner har visat ett starkt intresse och nämnda värdepapper erbjuder en bra riskjusterad avkastning

De fastighetsbolag som har emitterat både obligationer och preferensaktier har valts ut att undersökas närmare i denna uppsats. Dessa fastighetsbolag består i dagsläget av Corem Property Group, Fastighets AB Balder, Klöver AB och Sagax AB. Sedan år 2007 har alla dessa bolag diversifierat sin finansiering främst genom emitterande av preferensaktier och obligationer och majoriteten har gått mot en större andel eget kapital. Det kan konstateras att alternativa finansieringskällor som preferensaktier och obligationer kommer bli vanligare i framtiden vilket det är utomlands.

Förord

Detta examensarbete har genomförts under vårterminen 2013 på Kungliga Tekniska Högskolan som ett avslutande moment av masterprogrammet Fastighetsutveckling och Finansiella tjänster.

Vi hoppas att läsaren ska få en vidare förståelse för alternativa investerings- och finansieringsformer samt en större insikt i jämförelsen av preferensaktier och obligationer som investerings- respektive finansieringsalternativ.

Vi vill i detta avsnitt passa på att tacka de personer som har bidragit till möjliggörandet av denna uppsats. Bland dessa finns Erik Selin på Balder, David Mindus på Sagax, Rutger Arnhult på Klöver samt Eva Landén på Corem, som samtliga har ställt upp på intervjuer.

Slutligen vill vi även tacka vår handledare Hans Lind som har motiverat oss under hela arbetsförloppet och har gett oss värdefulla synpunkter och infallsvinklar under arbetets gång.

Erik Grundström och Hanna Åkerwall Stockholm, 2013-05-22

Innehållsförteckning

Preferensaktier och obligationer som fastighetsfinansiering.....	7
Förord.....	10
1. Inledning.....	7
1.1. Bakgrund och problemdiskussion.....	7
1.2. Problemformulering och syfte	7
1.3. Avgränsningar.....	8
1.4. Disposition.....	8
2. Metod	9
2.1. Forskningsmetodik.....	9
2.1.1. Validitet	9
2.1.2. Reliabilitet.....	9
2.1.3. Objektivitet	9
2.2. Praktiskt förfarande.....	9
2.2.1. Litteraturstudie.....	9
2.2.2. Intervjuer	9
3. Teori	11
3.1. Historia	11
3.2. Skuldnedväxling.....	12
3.3. Olika typer av finansieringsalternativ.....	14
3.3.1. Obligationer	14
3.3.2. Preferensaktier	15
3.3.3. Stamaktier	17
3.3.4. Förlagslån	18
3.3.5. Mezzaninelån.....	18
3.3.6. Vinstandelslån.....	19
3.3.7. Konvertibelt lån.....	19

3.3.8. Teckningsoptioner	19
3.3.9. REIT, Real Estate Investment Trust – Fastighetsinvesteringsfond.....	20
3.3.10. Mortgage-backed securities	20
3.3.11. Ränteswappar.....	20
3.4. Vattenfall	21
4. Empiri.....	23
4.1. Corem Property Group	23
4.2. Klövern AB	25
4.3. Fastighets AB Balder	28
4.4. Sagax AB	30
4.5. Robur Realinvest.....	33
5. Analys	34
6. Avslutning med summering	38
Källhänvisning	39
Tryckta.....	39
Webbaserade.....	39
Intervjuer.....	41
Bilaga 1.....	42
Intervjufrågor fastighetsbolag.....	42
Bilaga 2.....	43
Intervjufrågor Robur Realinvest	43

1. Inledning

Denna inledande bakgrundsdel syftar till att ge läsaren en bättre förståelse för rapportens ämne. Bakgrundsdelens följs av en problemdiskussion, vilken tar upp den huvudsakliga problematiken kring ämnet i fråga. Efter detta presenteras vad rapporten ämnar behandla samt dennes syfte.

1.1. Bakgrund och problemdiskussion

Oron på finansmarknaden spred sig under hösten 2011 till bankmarknaden vilket bidrog till en inbromsning på fastighetsmarknaden då allt fler aktörer fick problem med finansiering. Bankerna har blivit allt strängare med utlåning och ställer högre krav på låntagaren än tidigare. Detta har lett till att fastighetsbolagen måste söka finansiering från andra håll och har därför tvingats vara mer kreativa i sina finansieringslösningar jämfört med tidigare.

Svensk ekonomi har haft en stark utveckling under många år men har nu tappat fart vilket givetvis påverkar fastighetsbranschen och dess aktörer. Den inhemska efterfrågan på fastigheter har fram till hösten 2012 varit ovanligt hög och det var först i detta skede som ett första riktigt tecken på en inbromsning i den svenska ekonomin visade sig. I dagsläget är det många företag som har en försiktig hållning när det kommer till investeringar och flera analytiker och bedömare räknar med att återhämtningen av svensk ekonomi kommer att ta fart i slutet av 2013. Inflationen i dagsläget är kring noll.

Trots osäkerheten på marknaden kan den svenska fastighetsmarknaden räknas som relativt stabil jämfört med övriga världen. Under 2012 låg såväl avkastningskrav som hyresnivåer i princip stilla utan någon smärre negativ förändring, främst i de större städerna och i tillväxtregionerna. I de mindre orterna och framför allt i de städer som ligger utanför tillväxtregionerna kunde en mindre värdenedgång konstateras. Den kritiska marknaden har gjort det svårare med fastighetsfinansiering då lånevillkoren har försämrats avsevärt. I enskilda fall har detta lett till lägre priser på fastigheter.

En illikvid kreditmarknad har en negativ effekt på fastighetsmarknaden då företag inte kan finansiera attraktiva investeringar. Detta har lett till att allt fler alternativa finansieringsformer har växt fram de senaste åren. Många företag har även banklån som förfaller inom en snar framtid och på grund av den märkbart försämrade marknaden har omfinansieringen försvårats rejält för fastighetsbolagen. Nya typer av kapital måste införskaffas och ytterligare en svårighet är att många fastigheter har sjunkit i värde från det att lånen togs 2006-2007.

1.2. Problemformulering och syfte

Ovanstående diskussion leder fram till följande problemformulering: Vilka är skillnaderna med att finansiera sig med preferensaktier respektive obligationer? När lämpar det sig bäst att finansiera sig med preferensaktier respektive obligationer? Hur ser framtiden ut för de båda finansieringsalternativen?

Syftet med denna rapport är att undersöka förutsättningarna för att finansiera fastighetsinvesteringar med preferensaktier samt obligationer.

1.3. Avgränsningar

Uppsatsen inriktar sig till fastighetsmarknaden i Sverige och de företag som har undersökts har avgränsats så att endast dem som emitterat både preferensaktier och obligationer har intervjuats. De undersökta bolagens kapitalstruktur har valts att studeras sex år bakåt då 2007 var året innan subprime-krisen som förändrade en stor del på finansierings- och investeringsmarknaden. I teoridelen har finansieringsmarknaden studerats från år 2006 och även den globala marknaden har legat till grund för studien.

1.4. Disposition

Uppsatsen har delats upp på så vis att det först klargörs vilka metoder som har använts för att utforma uppsatsen följt av en teoridel där bakgrund till dagens finansiella situation beskrivs samt olika finansieringssätt förklaras. I empiridelen har de fyra fastighetsbolag som använder sig av både obligationer och preferensaktier samt investerare som investerat i instrumenten studerats genom utförda intervjuer. Resultaten från intervjuerna har sedan legat till grund för analysdelen.

2. Metod

Denna del av arbetet beskriver hur studien har utförts såväl vetenskapligt som praktiskt. Inledningsvis presenteras vårt val av forskningsansats följt av kvalitén på forskningen, såsom validitet, reliabilitet samt objektivitet. Sist redogörs de avgränsningar som har valts i studien.

I utförandet av denna uppsats har det valts att användas av såväl en vetenskaplig som en praktisk metod för att kunna få en så bred inblick som möjligt i ämnet. Information bör komma från flera olika källor, därför har flera metoder valts. Både öppna intervjuer med väl insatta personer på fastighetsbolag samt informationsletande i elektroniska och litterära källor har genomförts. Även olika nyckeltal i årsredovisningar för de företag som valts ut har jämförts och kapitalstrukturerna för de sex senaste åren har studerats. Detta för att kunna se och jämföra kapitalförändringarna som skett på marknaden.

2.1. Forskningsmetodik

En kvalitativ forskningsansats har använts då ett resultat som omfattar en vidare förståelse för såväl preferensaktier och obligationer som både finansierings- och investeringsalternativ har eftersökts. En kvalitativ metod anses passa studien bäst då den är bäst lämpad för att framställa en så utvecklande slutsats som möjligt.

2.1.1. Validitet

En öppen dialog med såväl intervjupersoner som handledare har hela tiden varit eftersträvad under hela arbetsprocessen för att undvika missförstånd eller misstolkningar. I de fall tolkningsproblem uppstått beträffande intervjuer har den intervjuade kontaktats i efterhand för att förtydliga vad som åsyftats. Samtliga intervjuer har bandats för att undvika eventuell förvrängning. Inspelningen hjälper även till att få med all den information som skulle kunna gått förlorad vid en skriftlig anteckning.

2.1.2. Reliabilitet

Eftersom att vår studie innefattar en stor del personintervjuer innebär detta att trovärdigheten och exaktheten kan påverkas. De personer som har intervjuats bedöms kunna representera den rådande generella uppfattningen och följaktligen understödja till en rättvisande studie.

2.1.3. Objektivitet

En bevarad objektivitet har eftersträvat vid samtliga stadier under uppsatsskrivandet. Slutsatser har dragits med grundval av de insamlade data som har framkommit under arbetets gång utan att blanda in subjektiva åsikter.

2.2. Praktiskt förfarande

2.2.1. Litteraturstudie

För att få ett så brett perspektiv som möjligt på preferensaktier och obligationer både som finansierings- och investeringsperspektiv har vi kombinerat vår undersökning med både litteraturstudier och personintervjuer. Information har hämtats från böcker, vetenskapliga artiklar och publikationer på internet. Dessa har behandlat finansierings- och investeringsalternativ på fastighetsmarknaden samt beskrivit utvecklingen de senaste åren.

2.2.2. Intervjuer

För att få ytterligare insyn i den faktiska marknaden har personer med stor inblick i de olika

finansieringssätten valts att intervjuas. Detta för att få deras uppfattningar och åsikter gällande de alternativa finansieringssätten så att det blivit enklare att kunna analysera och jämföra dem. De personer som har valts att intervjuas har alla god kunskap om marknaden och om finansierings- och investeringsalternativen.

Personerna som har valt att intervjuas är bland annat David Mindus på Sagax, Eva Landén på Corem, Rutger Arnhult på Klöver och Erik Selin på Balder. På investerarsidan har Johan Strand som är fondförvaltare på Robur Realinvest valts att intervjuas. Robur Realinvest har investerat i samtliga bolag som har undersökts.

En relativt öppen dialog under intervjuerna har eftersträvat så att personerna utöver att svara på frågorna även kunde lägga in egna kommentarer och tankar. Genom att blanda både litteraturstudier och personintervjuer har både teoretiska aspekter från tryckt litteratur kunnat kombineras med erfarenhet från marknadsaktörer.

3. Teori

Detta avsnitt behandlar de teoretiska delar som inhämtats för studien. Den första teoridelen beskriver de historiska händelser som har skapat dagens ekonomiska situation och den skuldnedväxling som för närvarande pågår. Sedan beskrivs de olika typer av fastighetsfinansieringsalternativ som finns att tillgå. Dessa två avsnitt syftar i huvudsak till att ge läsaren en tydligare bild av dagsläget för att bättre förstå finansieringsmarknaden.

3.1. Historia

Den stora finanskrisen på 2000-talet började först och främst på bolånemarknaden i USA. År 2006 började bostadspriserna för första gången på flera årtionden att sjunka, samtidigt som färre låntagare amorterade på sina lån vilket ledde till att flera banker fick stora problem. Under våren 2007 var det flera bolånebanker som gick i konkurs och kort tid därefter hade flera framstående banker fått väldigt stora kreditförluster.

Problemen på den amerikanska bolånemarknaden ledde till att investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs i september år 2008 och krisen var ett faktum. Både USA och flera av EU-länderna tvingades att gå in och stötta bankerna med olika typer av stödpaket för att undvika en världsomfattande depression. Detta ledde till en konjunkturedgång i hela världen då bankerna var avskräckta av att ge ut nya lån till investerare vilket hindrade företag att kunna genomföra nya investeringar.

Räntorna hade varit väldigt låga under en lång tid då inflationen länge inte sågs som ett problem då den hölls nere på grund av prispress på många varor. Konkurrensen ökade på grund av globaliseringen och flera företag flyttade sin tillverkning till låglöneländer. Många centralbanker var mycket positiva till utlåning och förenklade processen genom att hålla styrräntorna låga på grund utav följderna av lågkonjunkturen som uppkom efter IT-bubblan i början av 2000-talet.

Det fanns i USA en politisk vilja som skulle göra det enklare för människor som inte kvalificerades till vanliga lån, att låna pengar. Det skapades därför helt nya produkter som gjorde att låneriskerna ökade markant. Ett instrument som skapades till syfte för det här var ”collateralized debt obligations”, CDO, som är en lånetyp där högrisklån slås ihop med säkrare fordringar till en ny produkt som enklare kan säljas vidare till investerare. De säkra fordringarna kan vara statsobligationer och högriskkrediterna kan vara amerikanska så kallade subprime-lån, det vill säga bolån till amerikaner med låg kreditvärdighet. Många amerikanska mäklare och banker har tjänat stora pengar på att sälja bostadslån till låginkomsttagare. Dessa högrisklån, har sedan kombinerats med säkrare värdepapper och sålts vidare till andra placerare i olika CDO-paket.

Detta gjorde att de ansågs relativt säkra och kreditbedömningsinstitut satte högsta möjliga kreditrating på CDO:erna. Detta tillsammans med att många av köparna inte krävde en detaljerad innehållsdeklaration ledde till stora problem så fort marknaden gick ner.

En bidragande faktor till att finanskrisen fått global spridning var att CDO:erna såldes mellan olika banker och hedgefonder och under tidens gång hade lånen då ompaketerats.

Det är inte enbart krisen i USA som har bidragit till finanskrisen utan även på flera håll i Europa har fastighetspriserna rusat.¹

Lågkonjunkturen påverkade såväl företagen som samhällsekonomierna, statens utgifter ökade samtidigt som skatteinkomsterna minskade. Behovet av att låna pengar är i stort sett lika betydande som tidigare samtidigt som i princip alla länder har stramat åt sin ekonomi vilket har försvårat läget ytterligare. I Europa har de värst drabbade länderna fått stöd av andra EU-länder. De länder som har drabbats värst av krisen har fått stödpaket av andra länder för att kunna klara av sin kritiska situation. Detta har också påverkat den svåra situation som råder.

Anledningen till att Europas länder har så hög skuldnivå beror inte enbart på den ekonomiska krisen utan även på att många européer har levt över sina tillgångar under hela 2000-talet. I de länder som övergick till euron var det flera invånare som tog anmärkningsvärt höga lån och bland annat grekerna och spanjorerna fick då lån till samma ränta som erbjöds i andra euroländer eftersom att Europeiska centralbanken och marknaden ansåg att alla euroländers statsobligationer var lika goda säkerheter, vilket inte stämde.

I Europa räknas den egentliga skuldskrisen till år 2009 då såväl finanskrisen i USA, den globala recessionen och den ökade försiktigheten hos placerarna ledde till en höjd räntenivå i hela Europa.

Grekland hade länge levt långt över sina tillgångar och i oktober 2009 meddelade landets nya regering att landets ekonomi var betydligt sämre än vad som tidigare hade uppgetts. Detta resulterade i att placerare tappade förtroendet för att landet skulle kunna betala sina låneräntor och på grund utav detta sänktes landets kreditklassificering i december samma år. För att skuldskrisen inte skulle sprida sig ytterligare så beviljades Grekland ett låneprogram där de fick 45 miljarder euro i mars 2010, detta räckte däremot inte för att stabilisera läget i landet. Redan i maj medgavs ännu ett låne- och anpassningsprogram på 110 miljarder euro med villkoret att landet skulle genomföra en sträng sparplan.

I maj 2010 inrättade eurogruppen en fond, den så kallade europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten, EFSF, som hade för avsikt att bevilja lån till problemländer mot borgen av euroländerna. Europeiska centralbanken införde även ett program för att köpa euroländernas obligationslån där Grekland hade främsta prioritet.²

3.2. Skuldnedväxling

En fråga som fått väldigt stort fokus i Europa är den som rör skuldnedväxlingen i den Europeiska banksektorn. Banker över hela världen måste öka sin andel eget kapital för att uppfylla de nya kapitaltäckningskraven.

Bankernas utlåning till hushåll och företag ökade kraftigt åren innan krisen 2008. Tillväxten ökade framför allt på grund utav låga räntor, generösa kreditvillkor och högkonjunktur. Bankernas tillgångar steg men det egna kapitalet ökade inte i samma utsträckning. Tillgångarna finansierades istället huvudsakligen av marknadsfinansiering, vilket ledde till

¹ <http://www.ekonomifakta.se/sv/Artiklar/2008/Oktober/Vad-ar-finanskrisen>

² <http://www.eurooppatiedotus.fi/public/default.aspx?contentid=242612&nodeid=37760&culture=sv-FI#.USIBqVp7hW0>

att bankernas skulder i förhållande till det egna kapitalet, skuldsättningsgraden, steg och kapitaltäckningen försämrades. Marknadsfinansiering är en förhållandevis billig finansieringskälla vilket gjorde att bankerna kunde öka sin lönsamhet mer än vad som hade varit möjligt i det fall de enbart använt sig av innehållna vinster och eget kapital. Risken ökade dock och när den globala finanskrisen slog till saknade bankerna tillräckligt med kapital för att hantera de förluster som uppstod.³

Det finns ingen klar definition av skuldnedväxling men förenklat beskriver Riksbanken att det handlar om att banken ska minska skuldsättningsgraden och öka kapitaltäckningen. Det skulle också kunna beskrivas som att andelen tillgångar som finansieras med lån ska minskas och istället ska delen finansieras med eget kapital. För att kunna stärka kapitaltäckningen har banken olika alternativ. Antingen kan de ta in mer kapital genom att göra en nyemission eller så minskar de sina tillgångar genom att exempelvis minska kreditgivningen till privatpersoner och företag alternativt genom att sälja av de tillgångar de har idag. Detta är en nödvändig utveckling för bankerna, då de tvingas minska risktagandet vilket ger en förutsättning för ökad stabilitet i det finansiella systemet.⁴

Skuldnedväxlingen kan få olika konsekvenser beroende på vilken strategi som banken väljer. I det fall då banken väljer att öka sin kapitaltäckning genom att öka kapitalet så påverkas den reala ekonomin i väldigt liten grad. Om banken å andra sidan väljer att snabbt minska sin utlåning till hushåll och företag som är kreditvärdiga kan åtstramningen påverka tillväxten av BNP negativt. Effekten av den senare konsekvensen kan få särskild verkan om flera stora banker väljer att strama åt kreditgivningen samtidigt. En annan situation som kan ge stora negativa följder är om en bank tvingas sälja sina tillgångar billigare än vad de köptes för. Stora förluster kan uppstå vilket försämrar bankens kapitaltäckning i större utsträckning än vad den förbättras.

Utvecklingen av skuldnedväxlingen pågår för fullt i den finansiella sektorn men inte utan stora konsekvenser för tillgångspriserna, likviditeten och marknadsrörelserna. Hushållens budgetar har växt alldeles för mycket i många ekonomier och nu krävs en justering som beräknas ta längre tid än den som sker i den finansiella sektorn. Det är oftare svårare för hushåll att drastiskt skära ner på sin vardagskonsumtion än för ett företag att minska sina utgifter.

Samtidigt som banker har fått striktare restriktioner uttrycks en oro från flera håll över att skuldnedväxlingen kan ske för snabbt och okontrollerat vilket då kommer att hota den ekonomiska återhämtningen i Europa. Tittar man på tidigare kriser ser man dock att detta inte behöver få så stora ekonomiska konsekvenser så länge de underliggande problemen i banksektorn hanteras samtidigt.

I det fall då de europeiska bankerna skulle minska sina tillgångar för snabbt och okontrollerat kan det leda till negativa konsekvenser för den ekonomiska återhämtningen. Ett tecken på att det skulle kunna vara på detta sätt är att bankernas utlåning till den privata sektorn dämpades väsentligt i de mest skuldyngda länderna under 2011.⁵

En skuldnedväxling kan i många fall vara en utdragen och mycket svår process med flera år av hög arbetslöshet, låg expansion och låga statsfinanser.

³ Sveriges Riksbank, 2012

⁴ Ibidem

⁵ Ibidem

I samband med bankkrisen på 1990-talet var processen förhållandevis snabb vilket till största delen berodde på att myndigheterna snabbt konstaterade och hanterade problemen som fanns i banksektorn. Även på detta sätt undveks en åtstramning i de baltiska länderna i samband med finanskrisen 2008. Bankerna fick mer kapital genom nyemissioner och skrev ner nödvändiga lån vilket gjorde att de efter en relativt kort period kunde återgå till marknadsfinansiering. Med hjälp utav det här kunde bankerna upprätthålla kreditgivningen till de baltiska dotterbolagen och under hösten 2010 kunde Riksbanken börja avveckla sina extraordinära lån.⁶

För att stimulera ekonomin idag har flera centralbanker genomfört olika åtgärder. Federal Reserve i USA, har ett program som avser för att pressa ner långa räntor genom att sälja statsobligationer med kort löptid samtidigt som de köper motsvarande med lång löptid. De har även börjat köpa bostadsobligationer med syftet att stimulera utlåningen till hushåll. Bank of Japan och Bank of England har ökat sitt investering i värdepapper. Europeiska centralbanken sänkte i juli 2012 sin styrränta. Tillsammans har dessa åtgärder bidragit till att ränteläget fortfarande är lågt samt att den expansiva penningpolitiken i flera länder ökar. Detta avspeglas i de låga långfristiga stadsräntorna.⁷

3.3. Olika typer av finansieringsalternativ

Banksektorn har varit och är fortfarande den största finansieringskällan och fram till de senaste åren har det varit relativt lätt att få attraktiva banklån med förhållandevis låga räntor. För nya kunder är det i dagens läge svårare att få låna pengar till riskfyllda investeringar även om det har blivit lättare jämfört med under krisen.

3.3.1. Obligationer

Det finns en tydlig trend bland de noterade fastighetsbolagen som visar att räntebindningstiderna har ökat samt att obligationslånedelen har blivit allt större. Anders Palmgren, ansvarig för Catellas Corporate Finance verksamhet, förutspår att obligationsmarknaden kan komma att stå för så mycket som 10-20 % av Sveriges fastighetsfinansiering i framtiden, jämfört med dagens siffra på ca 3,5 %. Sedan 2010 har börsnoterade fastighetsbolag i Sverige emitterat obligationslån för fem och en halv miljarder kronor varav mer än två miljarder av dem emitterades under 2012.

En obligation är ett räntebärande skuldebrev som intygar att köparen har lånat ut pengar till det företag som emitterat obligationen. Det är väldigt säkra värdepapper då den enda anledningen till att man inte skulle kunna få tillbaka sina pengar är om företaget går i konkurs. Vid köp av en obligation får man direkt veta hur hög avkastningen kommer att bli, detta bidrar även till att risken är låg för finansieringsalternativet. På grund utav den låga finansieringsrisken är avkastningen inte särskilt hög.

Ett köp av en obligation innebär att investeraren lånar ut pengar till företaget och som intyg av lånet blir man då ägare av ett skuldebrev. Betalningen sker i form utav ränta. Vid köptillfället bestämmer köparen hur länge denne är villig att låna ut pengar och köper därefter en obligation med den löptiden, normalt varierar denna mellan två till tio år men det kan variera. Löptiden ska vara över ett år för att få kallas obligation, annars benämns det som ett certifikat. Vid köp av en obligation binder man alltså upp sina pengar under en viss tid men det går att

⁶Ibidem

⁷Sveriges Riksbank, 2012

sälja obligationen före löptidens slut. Det går däremot inte att garantera att investeraren får tillbaka alla pengar om denne säljer obligationen utan beloppet man får tillbaka är beroende på hur hög räntan är. Har räntan gått upp sedan obligationen köptes får köparen tillbaka mindre än vad som betalades, om den däremot har sjunkit så har obligationerna stigit i värde och affären har då varit lönsam.

Fördelarna med obligationer är att det är en sparform som ger högre avkastning än ett bankkonto. Vid köptillfället av en obligation så får man veta redan från början vilken avkastning den kommer att ge eftersom att räntan är densamma under hela löptiden. Obligationer är ett väldigt tryggt alternativ då investeraren får tillbaka alla sina insatta pengar vid löptidens slut om inte låntagaren går i konkurs.

Nackdelar med obligationer är bland annat att de har en förhållandevis låg avkastning och för att vara säker på att få den utlovade avkastningen måste man binda upp sina pengar under en viss tid.⁸

Vilken ränta en obligation får beror av tre faktorer. Den första faktorn är inflationen, eller marknadsräntan. Inflationen och räntorna samspelar och om inflationen stiger så stiger också marknadsräntorna. Detta är avgörande för obligationens värde. Kreditvärdigheten på företagen som emitterar obligationen i fråga kan vara den viktigaste anledningen till en viss ränta på en obligation. Desto sämre kreditvärdighet företaget har desto högre ränta måste företaget betala för att få någon intresserad av att köpa obligationen. Staten har bäst kreditvärdighet och har därför lägst ränta på sina obligationer, så kallade statsobligationer. Den sista faktorn är löptiden för obligationen, alltså den tiden köparen får vänta till dess att obligationen kan växlas in. Vid en längre löptid blir räntan högre.⁹

Obligationer är vanligtvis kupongobligationer som innebär att förutom att ägaren tilldelas det nominella beloppet vid löptidens slut, även får ut periodiska utbetalningar, så kallade kuponger. Hur stora utbetalningarna ska vara bestäms av kupongräntan som är kupongens värde genom det nominella beloppet. Avkastningen beräknas genom att ta kupongen genom priset. De obligationer som endast ger ett nominellt belopp kallas nollkuponger.

Handeln med obligationer skiljer sig till relativt stor del från handel med andra räntebärande instrument. Institutionella investerare dominerar marknaden vilket leder till att det oftast handlar om transaktioner med stora belopp.¹⁰

3.3.2. Preferensaktier

Preferensaktier har blivit allt mer populära, såväl i Sverige som internationellt de senaste åren och flera fastighetsbolag har valt att använda sig av denna typ av finansiering.¹¹

Då räntorna för statsobligationer är rekordlåga och konjunkturutsikterna för börsbolagen är svaga tvingas flera bolag söka avkastning på annat håll, vilket har ökat intresset för preferensaktier som går jämsides med det växande intresset för företagsobligationer. Preferensaktien kan ses som ett alternativ till bankfinansiering eller obligationer. Alternativet ökar inte skuldsättningen i ett bolag då preferensaktierna redovisas som eget kapital. Det är en relativt dyr finansieringsform jämfört med banklån men så länge pengarna investeras i ett

⁸ <http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Utbildning/Spara/Obligationer/>

⁹ <http://www.aktierochfonder.se/obligationer/>

¹⁰ Barr D., 2011

¹¹ http://www.nyemissioner.se/nyhet/hur_preferensaktier_fungerar/136

projekt som genererar högre avkastning än utdelning så är affären lönsam.¹²

En faktiskt definitionen av fenomenet saknas men det konstaterade är att aktierna har företräde, ”preferens”, jämfört med andra aktier i ett bolag. Fördelen, eller preferensen, betyder oftast att preferensaktien har förtur på en viss förutbestämd årlig utdelning samt att ägarna av en preferensaktie har förtur till att få tillbaka ett visst belopp vid exempelvis en konkurs innan övriga aktieägare kan få någon utdelning.

I sin struktur befinner sig en preferensaktie sig i det närmaste mellan en vanlig aktie och en obligation. Den fasta utdelningen gör att den är mer förutsägbar och stabil i förhållande till en stamaktie.¹³

Av de sju noterade företagen som använder sig av preferensaktier är det fyra stycken som tillhör fastighetsbolag, vilket går att jämföra med år 2006 då inget företag i Sverige använde sig av detta finansieringsalternativ. Sagax var först med återanvändandet och de var också dem som återintroducerade fenomenet i Sverige som var vanlig under första halvan av 1900-talet.¹⁴ Anledningen till återinförandet var då preferensaktier generellt sett har bra kassaflöden samt ett stort behov av finansiering för att kunna investera i nya fastigheter.¹⁵

Preferensaktien lockar då den ofta har en hög och stabil utdelning. I dagens läge med kreditåttstramningar och svårare finansiering räknar flera experter med att populariteten kommer att öka. Priset på aktien avgör direktavkastningen vilket gör att den kan ses om en obligationsliknande produkt som många gånger ger en hög avkastning och som är mer stabil än vanliga stamaktier.¹⁶

Idén om preferensen beskriver en kö av finansiärer som alla har olika rätt till ett bolags kassaflöde. Längst fram i kön finns vanligtvis banker och liknande fordringsägare med säkerheter och pantar. Efter det kommer förslagsvis leverantörer och oprioriterade fordringsägare. Finns det ägare till efterställda lån, alltså lån vars betalningar prioriteras lägst av bolagets skulder, har de sedan rätt till pengar. Längst bak står aktieägarna som får dela på resterande oavsett summa.

Preferensaktierna kan alltså på ett sätt förklaras som att de bildar en ”kö i kön”, där de står längst bak bland fordringsägarna, alltså näst sist i den stora kön. Allra sist står vanliga aktieägare, de som äger så kallade stamaktier.¹⁷

Ägarna av preferensaktier har en begränsad positiv uppsida av investeringarna, i dagsläget handlar det ofta om ca 7 % per år. Direktavkastningen styrs av att börskursen för preferensaktien rör sig upp och ner medan själva utdelningen alltid är konstant. En annan nackdel i investeringsformen är att även om preferensaktierna alltid har första prioritet att få utdelning så måste det alltid bestämmas på en bolagsstämma om en faktisk utdelning ska ske.

¹² https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=235266

¹³ http://www.nyemissioner.se/nyhet/hur_preferensaktier_fungerar/136

¹⁴ Benson P., 2012

¹⁵ https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=235266

¹⁶ https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=235266

¹⁷ http://www.nyemissioner.se/nyhet/hur_preferensaktier_fungerar/136

Detta kan vid svåra tider betyda att ägarna och styrelsen kan stanna upp penningflödet på samma sätt som vid en stamaktieutdelning.¹⁸

Flera anhängare till preferensaktier menar att aktierna inte har en så mycket högre risk än en vanlig företagsobligation. De menar att i företag med hög soliditet är utdelningen lika säker som en obligationsränta. I de fall som ett företag går i konkurs gör oftast både preferens- och obligationsägare stora förluster, vid en Extremsituation betar sig de båda finansieringsalternativen likartat. Detta är något som har diskuterats fram och tillbaka då det är vanligt med flera mellanlägen där bolagen varken står i närhet till konkurs eller är extremt stabilt. Det är bolagets huvudägare som har det stora ansvaret att bestämma över utdelningen och med tanke på att röstkontrollen vid en bolagsstämma sitter hos stamaktieägarna finns det en stor risk att bolaget vid en kris väljer ett återköp istället för preferensutdelningar. Detta scenario skulle inte vara möjligt med en företagsobligation.¹⁹

Risken för en preferensaktie är lägre än i en vanlig stamaktie men det är inte en riskfri placering då utdelningarna inte är lika säkra som betalningarna för exempelvis en obligation. Det är upp till bolaget att bestämma om den finansiella situationen möjliggör någon utdelning till preferensaktieägarna. Rösträtten för en preferensaktie är lägre än för en stamaktie vilket gör att det i praktiken är stamaktieägarna som bestämmer. Exempelvis kan en preferensaktie ha en tiondels röst jämfört med en röst per stamaktie.

I det fall en utdelning ställs in så bildas en skuld i bolaget som växer med ränta till dess att det är möjligt att återuppta utdelningarna. Då har stamaktieägarna i flesta fall inte rätt till någon utdelning alls fram tills det att skulden till preferensaktieägarna har justerats till fullo. Det stamaktieägarna kan göra är att besluta om ett återköp av preferensaktierna istället för utdelning.

Det finns oftast inget slutdatum för preferensaktierna där de köps tillbaka av bolaget utan de betraktas i princip som eviga, i de flesta fall har emellertid bolagen rätt att köpa tillbaka aktierna till ett förutbestämt pris om de önskar. Då en ägare av preferensaktier vill sälja sina aktier sker det vanligtvis över börsen, denne får då räkna med att på samma sätt som fallande marknadsräntor har gynnat kursen för preferensaktier de senaste åren kommer kurserna att pressas nedåt den dag då ränteläget vänder upp igen. Själva värdet på preferensaktien styrs avsevärt mer utav ränteläget än av bolagets värdering. Ägaren av en preferensaktie får utdelning men de får inte på något annat sätt ta del av ett bolags tillväxt.²⁰

3.3.3. Stamaktier

De flesta aktierna på börsen är så kallade stamaktier, vilket är ordinarie aktier som ges ut i samband med att bolaget noteras på börsen för att skaffa fram ursprungligt aktiekapital. Aktierna kan även komma till vid en nyemission av flera stamaktier.

Vid utdelning och likvidation har stamaktier ingen förtur men utdelningen kan i teorin bli hur hög som helst.²¹

¹⁸ https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=235266

¹⁹ Benson P., 2012

²⁰ https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=235266

²¹ <http://www.aktieskolan.se/pages/olikaaktier.php?select=aktieskola>

3.3.4. Förlagslån

Förlagslån är ett långfristigt lån utan särskild säkerhet och ges ut av banker, hypoteksinstitut eller företag mot ett räntebärande skuldebrev, förlagsbevis. Beviset utgör en del av lånet och är ett skuldebrev som löper med en ränta under en viss förutbestämd tid. Ofta är förlagsbevisen börsnoterade och de vänder sig till större kapitalplacere som har intresse av att placera sina pengar i fast ränta under ca två till femton år. Avkastningen utgår med fast eller rörlig ränta, alternativt som en riskobligation.

Förlagslånen har en relativt hög risk och vid bolagskonkurs får fordringsägarna med förlagslån betalt efter övriga fordringsägare men före aktieägare. Risken är alltså större än för obligationer men lägre än för aktier. Låntagaren av ett förlagslån behöver inte ställa en specifik pant för lånet utan den sämre prioriteten kompenseras av en högre räntesats. Fördelarna med lånen är att de ofta har en högre avkastning än obligationer då risken är högre. En annan förmån är att de varierande löptiderna gör att placeringen har hög valfrihet.²²

Lånen har en mellanställning mellan eget kapital och främmande kapital och banker får därför i viss utsträckning räkna in upptagna förlagslån i sin kapitaltäckning vilket har medfört en stor betydelse för bankernas kapitalanskaffning.

Förlagslån som saknar en bestämd återbetalning kallas eviga förlagslån och de löper i princip ut i all evighet men räntan stiger kontinuerligt vid den tidpunkt då lånet enligt överenskommelse ska omsättas. Lånet har en så kallad step up men påslaget av räntan är så pass hög så att låntagaren uppmuntras att lösa lånet.²³

3.3.5. Mezzaninelån

Mezzaninelån är en finansieringsform som kombinerar eget kapital och lån, det fyller gapet mellan eget kapital och skuld i kapitalstrukturen. Lånen är mer riskfyllda än vanliga seniorlån men de har även generellt högre avkastning än lån i allmänhet.

Lånen karaktäriseras främst av efterställningen till andra lån i bolaget, alltså en andraprioritet vid obestånd till ställda säkerheter. Mezzanine är en blandning av både kredit och aktieoptioner och räknas som ett eftersatt lån. Ofta används finansieringsformen då ett företag kan klara av högre belåning än en vanligt traditionell kreditgivare är villig att acceptera, därför passar låneformen bra för fastighetsbolag som kräver en hög belåning vid fastighetsinvesteringar. Säkerhetsmässigt är mezzaninelånen efterställda banklånen och den högre risken som det medför bidrar till att de har en högre ränta jämfört med vanlig bankfinansiering. Ofta är lånen kopplade till optioner, detta gör att långivaren får en viss ersättning som är kopplad till värdeutvecklingen på börsen.²⁴

Löptiden för mezzaninelånen är vanligtvis mellan tre till fem år men ofta skjuts de huvudsakliga betalningarna upp till dess att den seniora skulden är betald. Fördelen med lånen är att det ofta är enklare att få jämfört med ett vanligt banklån och de kräver inte lika goda säkerheter. Lånet betraktas heller inte som ett räntebärande lån vilket gör att ett bolags nettoskuldsättning inte ökar.²⁵

²² <http://webapp.sebgroup.com/dop/produktportal.nsf/FormWebProductInput/30FA587815178284C1256A34004C4BA7?OpenDocument>

²³ <http://www.ne.se/lang/f%C3%B6rlagsl%C3%A5n>

²⁴ <http://www.directpagerank.com/typer-av-mezzanine-finansiering-tillgangliga-for-kommersiella-fastighetsagarna.html>

²⁵ <http://www.apfond6.se/sv/Kommunikation/Ordlista/>

3.3.6. Vinstandelslån

Vinstandelslån kan tas av företag där räntan på lånet bestäms helt och hållet av bolagets utdelning eller vinst. Lånet kan konverteras till aktier och innehavaren av lånet skattar för kapitalvinsten samt för ränta på lånet på samma sätt som för en aktie.²⁶

3.3.7. Konvertibelt lån

Ett konvertibelt lån är ett löpande skuldebrev med fast ränta där innehavarna har rätt att byta, konvertera, skuldebrevet mot aktier till ett förutbestämt pris i det bolag där lånet är taget. Aktieägare i företaget har vanligen förtur att teckna konvertibler. Konverteringskursen bestäms vid tecknande av lånet och är det pris som ska betalas för varje aktie vid utbyte av skuldebrevet.

Normalt sett accepteras en lägre ränta än om man placerar pengarna i obligationer. Fördelen med en konvertibel är att den mestadels ger bättre direktavkastning jämfört med en vanlig aktie, samtidigt som den ger möjlighet till kursvinster i det fall då aktiekursen överstiger konverteringskursen. Då aktiens marknadsvärde är lägre än konverteringskursen så sker ingen konvertering till aktier utan skuldebrevet löses då istället till ett nominellt belopp.²⁷

Risken för en konvertibel är lägre än vid ett aktieköp då innehavaren i de flesta fall får tillbaka det nominella beloppet om det inte skulle vara lönsamt att konvertera.

Vid en eventuell konkurs har innehavaren av en konvertibel företräde framför aktieägare men de ligger efter obligationsinnehavare i prioritetsordningen. Skuldsättningen ökar vid användandet av konvertibler för ett bolag vilket också ökar risken för konkurs då räntekostnaderna blir högre.²⁸

3.3.8. Teckningsoptioner

En teckningsoption ger en investerare möjligheten att till ett bestämt pris, under en viss tidsperiod, teckna nyemitterade aktier i det bolag som gett ut optionen.

Det är oftast aktieägarna som fattar beslut om utgivandet av teckningsoptioner men även styrelsen kan ta beslutet. Optionerna kan säljas fritt och är inte villkorade av anställning.²⁹

Det är två steg som används för att öka aktiekapitalet med hjälp av teckningsoptioner. Först och främst måste utgivandet av teckningsoptionen registreras, detta förändrar inte aktiekapitalet. Väljer innehavaren sedan att utnyttja sin teckningsoption så anmäls och registreras aktieteckningen däremot, vilket höjer aktiekapitalet i bolaget.

Alla förutsättningar och villkor som ska gälla vid en senare aktieteckning bestäms vid utgivandet av teckningsoptionen. Aktieteckningen skulle kunna likställas med en förenklad nyemission med undantaget att förutsättningarna är bestämda i förväg.

Inget lån krävs för att optionerna ska kunna ges ut och det finns även möjlighet att utfärda dem i egenskap av enkla skuldebrev.

²⁶ <http://www.dokumera.se/ordlista/Vinstandelsl%C3%A5n.html>

²⁷ <http://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapperforsakringar/aktiermm/konvertibler.4.233f91f71260075abe8800023112.html>

²⁸ http://www.emissionsportalen.se/Content/pdf/Konvertibelskolan_original.pdf

²⁹ <http://www.skatteverket.se/privat/skatter/arbeteinkomst/formaner/incitamentsprogram/teckningsoptioner.4.69ef368911e1304a625800018214.html>

Det finns flera olika anledningar för ett företag att ge ut teckningsoptioner, exempelvis kan bolaget låna pengar till en lägre ränta än vid ett vanligt lån i det fall optionerna inte är bundna till något lån.³⁰

3.3.9. REIT, Real Estate Investment Trust – Fastighetsinvesteringsfond

REIT är en speciell fastighetsfond som finns i ett stort antal länder. Syftet är att investera i fastigheter, fastighetsobligationer eller andra krediter som är fastighetsrelaterade. Det är ett modernt alternativt för att investera i fastigheter via diversifierade fonder. Investeraren kan undvika inkomstskatt på vinster, då majoriteten av intäkterna fördelas för att finansiera innehavaren. Investerarna beskattas enbart för tilldelade utdelningar vilket motverkar dubbelbeskattning av överskottet från fastighetssektorn. REITs påverkas av bostadsmarknaderna i respektive land där det används, samt av nationell lagstiftning eller reglering av fastighetsfonder.³¹

REITs är ett bra alternativ för den som vill investera i fastigheter men inte anser sig ha den kunskap som behövs. Riskerna är ofta höga i investeringarna då utdelningen ofta är väldigt hög i förhållande till dess kassaflöde.³²

REITs kan jämföras med konstlade fastighetsinvesteringar där fonden kan vara aktiv inom olika inriktningar så som exempelvis hyresrätter, kommersiella fastigheter eller andra typer av fastigheter.³³

3.3.10. Mortgage-backed securities

MBS är en räntebärande tillgång där säkerheten för betalning består av ett eller flera hypotekslån där fastigheter står som säkerhet. Investerare får ränteinbetalningar och kapitalbelopp som härstammar från betalningsströmmarna på underliggande lån.³⁴

Säkerheterna har getts ut för att bankerna ska slippa vänta en längre tid för att få tillbaka sina utlånade pengar. Värdepapperiseringen går ut på att banken paketerar flera olika lån i en typ av obligation och säljer sedan dessa till investerare. På detta sätt slipper banken att låsa upp sina pengar utan betalningsströmmarna från de olika lånen har gjorts om till värdepapper som kan köpas och säljas.³⁵

Med fastigheter som inteckning för värdepapper eliminerar det risken för traditionella hypotekslån då betalningarna säkerställs av det företag som emitterar säkerheten.

3.3.11. Ränteswappar

Swappar är ett finansiellt instrument som innebär att två parter byter kassaflöde på ett underliggande nominellt belopp. En ränteswap är alltså ett avtal mellan två parter om att byta räntevillkor på lån som har samma valuta. Ena parten får då byta sitt fasta lån mot ett rörligt lån och tvärtom för att på så sätt reducera ränterisken. En anledning till att bytet görs är att aktörerna har olika kreditvärdighet och därmed också olika villkor för fast respektive rörlig ränta. Istället för att teckna upp ett eget lån med sämre villkor kan då båda parter tjäna på att

³⁰ <http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/aktiekapitalet2/optioner>

³¹ <http://finansiering.gmaango.com/vad-ar-en-privat-reit.html>

³² <http://www.investera.nu/investera-i-fastigheter>

³³ <http://finansvasen.nutdanske.com/2012/04/26/vad-ar-en-reit-index-fund/>

³⁴ http://www.seb.se/pow/wcp/sebgroup.asp?ss=/pow/wcp/templates/sebarticle.cfm?%3FDUID%3DDUID_FED2BEA19B6FE189C125734500291BE2%26sitekey%3Dsebgroup.com%26lang%3Dse

³⁵ <http://www.alltommarknaden.se/finanslexikon-mortgage-backed-securities-mbs.php>

göra ett byte av räntebetalningar. Ytterligare anledningar till att använda ränteswappar kan exempelvis vara att åstadkomma förändrade räntebindningstider, omfördela strukturen av räntor i balansräkningen eller vid byte av valutaexponering för räntebetalningarna. Då ett företag förväntar sig förändrade räntor är det även ett effektivt instrument att använda sig av eller om företaget vill jämföra ränteflöden mellan tillgångar och skulder.³⁶

Ränteswappar är väldigt flexibla när det gäller förfall och amorteringar, det går också att justera genomsnittliga löptider och ändra mellan fasta och rörliga räntor efter tiden som marknads förutsättningar ändras. På grund av detta kan denna typ av finansiering bli billigare än ett traditionellt fasträntelån.

Under normala marknadsförhållanden kan en ränteswap avvecklas före förfalldatum, om lånet tecknades då räntan var låg och den sedan stiger under lånetiden kan investeraren göra vinst på placeringen. Faller räntorna däremot blir det en förlust om ränteswappen avslutas i förtid. I tillämpningen är det vanligt att det används flera ränteswappar samtidigt med olika löptider och förfalldatum för att sprida riskerna ytterligare.

Priset för ränteswappar bestäms av varje enskild bank men eftersom att räntan följer marknads antaganden om Stiborräntan så är priserna ofta relativt lika hos de olika bankerna.³⁷

3.4. Vattenfall

”Vattenfall” är en typ av betalningsschema där återbetalningarna av ett lån prioriteras beroende på dess storlek eller kostnaden för lånet.

Gäldenären arrangerar lånen så att de amorterar mer på de dyrare lånen för att minska på kostnaderna på dem snabbare och sedan betalar de av långsammare på de lånen med låga räntor. Idén bygger på att låntagaren betalar tillbaka det dyraste lånet som också oftast har lägst säkerhet först.

Vanligtvis använder sig företag av den här metoden då de har flera olika delbetalningar på samma investering. Det skyddar långgivaren som är högt upp i prioriteringsordningen. Amortering sker oftast endast på de lånen med hög ränta och de andra lånen betalar låntagaren endast ränta på tills dess att de dyraste lånen är helt betalda. Först då börjar de betala räntor och amorteringar på det lånet och så fortsätter processen så tills alla lånen är återbetalda.

En betydande del av alla banklån till företagssektorn i Sverige kommer inom en snar framtid behöva omförhandlas. Enbart företag har idag banklån upp emot 500 miljarder kronor som inom snar framtid förfaller. Då marknaden har försämrats avsevärt jämfört med när lånen togs har omfinansieringen av lånen försvårats för låntagarna. Många lån togs mellan 2006-2007 då marknaden var betydligt starkare än idag vilket har lett till att lånen ofta har ett högt värde i förhållande till fastighetens värde.³⁸

³⁶ <http://www.aktiesite.se/Terminer/swappar.htm>

³⁷ Jönsson A., 2011

³⁸ Leimdörfer, 2011

Kostnaderna för finansiering är idag avsevärt högre för bankerna jämfört med vad det var före finanskrisen. Detta har lett till relativt höga marginaler när det kommer till bankfinansiering av fastigheter vilket gör finansieringen dyrare för de företag som vill investera i nya projekt.

Det finns flera möjligheter för investerare på den svenska fastighetsmarknaden att utveckla och förnya finansieringsmöjligheter och därigenom förbättra kapitalstrukturen, effektiviteten samt öka avkastningen. Genom införandet av Basel III kommer troligtvis fler fastighetsinvestorer att använda sig av andra typer av finansiering än traditionellt banklån då skulden troligtvis kommer att öka i betydelse. Instabiliteten på finansieringsmarknaden kommer antagligen att fortsätta både när det gäller tillgång till kapital samt till priset på alternativa finansieringsmöjligheter. Detta leder till att företag borde utnyttja finansiering från flera olika källor och inte endast genom deras befintliga bankrelation.³⁹

³⁹ Ibidem

4. Empiri

Empiridelen innehåller de data som införskaffats under arbetets gång. Avsnittet ligger till grund för analysen i studiens senare delar. Avsnittet inleds med en presentation av fyra bolag som valts att studeras. Slutligen presenteras information från en intervju med en investerare i de aktuella bolagen. Detta avsnitt är baserat på information från årsredovisningar samt intervjuer med de specifika bolagen.

4.1. Corem Property Group

Corem Property Group är ett fastighetsbolag som äger och förvaltar fastigheter i södra Sverige och Danmark. Huvudsakligen består bolagets bestånd utav lager-, logistik-, industri- och handelsfastigheter. I slutet av december 2012 bestod beståndet av 132 fastigheter med ett totalt värde om 5 830 miljoner kronor. Beståndet omfattar en total uthyrbar area om 847 783 kvm. Corem är noterat på NASDAQ OMX Stockholm, Mid Cap. Företaget strävar efter att ha en decentraliserad organisation för att uppnå god marknadskännedom och närhet till sina hyresgäster. Affärsidén är att bolaget ska skapa långsiktig tillväxt och värdeökning genom att förvalta, förvärva, bygga och förädla fastigheter i lager-, logistik-, industri- och handelsområden.

Corems finansiella mål är att över tiden visa på en genomsnittlig avkastning på eget kapital om lägst den riskfria räntan plus tio procent. Med en riskfri ränta avses den genomsnittliga statsobligationsräntan. Den 31 december 2012 var företagens avkastning på eget kapital 9 %. Målet är att ha en avkastning på eget kapital som är attraktivt för aktieägarna samtidigt som det ska vara långsiktigt hållbart. Långsiktigt ska soliditeten uppgå till minst 25 % och per den 31 augusti 2012 uppgick den till 29 %. Soliditetsmålet har bestämts för att säkerställa en god kapitalstruktur.

Ränteteckningsgraden ska långsiktigt uppgå till 1,5 gånger och den 31 december 2012 uppgick den till 2 gånger. Corems enskilt största kostnad är räntekostnaderna och därför är det viktigt att intjäningsförmågan täcker räntekostnadsnivån med god marginal. En ränteteckningsgrad på 1,5 gånger innebär att Corems resultat efter finansiella intäkter överstiger räntekostnaderna med 50 %.

Eva Landén anser att säkerställda obligationer är intressanta främst då säkerställda är billigare än icke säkerställda men de båda alternativen är dyrare än banklån. Certifikat är intressant men bolaget är fortfarande lite för litet för det finansieringsalternativet, för att det ska vara intressant måste bolaget växa och bli större.

Storleken på företaget gör att det begränsas då det skulle vara enklare att få flera investerare om de var större, i dagens läge vill utländska investerare investera mer än vad som är möjligt i Corem. Om företaget växer och kan få in mer utländska investerare kommer de alternativa finansieringsmöjligheterna bli fler och billigare.

Corem satsar på en väldiversifierad kapitalstruktur och lång räntebildning för att fortsätta sin framgångsrika utveckling. För att bolaget ska kunna vidareutvecklas krävs god tillgång till kapital till en begränsad kostnad och risk. Corem är finansierat med egna eget kapital och skulder, där 62 % är räntebärande skulder. Bolaget analyserar ständigt nya möjligheter att diversifiera sin finansiering vilket tidigare har gjorts genom emittering av preferensaktier och obligationslån. I första hand vill företaget använda sig utav banklån men då det är ett litet

bolag är de begränsade vilket har bidragit till att de nu använder sig av alternativ finansiering i form av fondemission, preferensaktier och liknande komplement. Enligt Eva Landén kan Corem ibland få säljarreverser i samband med förvärv. Fastigheter har också förvärvats med aktier i Corem då fastigheter har köpts av mindre investerare som accepterat den typen av betalning.

Koncernens egna kapital uppgick per 31 december 2012 till 2 082 miljoner kronor. En förändring hade då skett från tidigare år på grund av utdelningar på aktier, återköp av egna aktier samt årets resultat. Målet är att över tiden uppvisa en genomsnittlig avkastning på eget kapital om lägst den riskfria räntan plus tio procentenheter. Den riskfria räntan syftar på den femåriga statsobligationsräntan. Avkastningen på eget kapital uppgick till 9 % vilket är 7 % högre än året innan. Denna kan ändras markant då resultatet påverkas av värdeförändringar på derivat, fastigheter och resultatandelar i intresseföretag. Soliditeten uppgick till 29 % under 2012 och långsiktigt är Corems mål att den ska uppgå till minst 25 %.

Upplåning i bolaget sker genom att ta kortfristiga lån under långfristiga avtal i såväl kreditinstitut, obligationslån och säljarreverser. Under slutet av år 2012 visade företaget att de hade räntebärande skulder som gick upp till 4 542 miljoner kronor och räntebärande nettoskuld efter avdrag för likviditet om 116 miljoner kronor samt aktiverade upplåningskostnader om 4 407 miljoner kronor. Skuldsättningsgraden påverkas av både den valda finansiella risknivån och lånemarknadens krav på det egna kapitalet. Skuldsättningsgraden uppgick per den sista december 2012 till 2,2 gånger.

Kreditbindningen i företaget löper med kredittider om 1 till 25 år och bolaget har en total kreditram om 4 643 miljoner kronor varav 4 543 miljoner kronor utnyttjades per den 31 december 2012. Den genomsnittliga kreditbindningstiden uppgick under år 2012 till 2,7 år. Målet är att få en tid på minst 1,5 år för att minska refinansieringsrisken. Kreditbindningen väljs utifrån avvägningen mellan pris respektive längd, hur länge vill bolaget binda upp sig på en specifik ränta. Corem är också noga med att sprida ut förfallen så att de inte kommer samtidigt då det inte uppskattas hos investerarna.

Corems låneportfölj är fördelad på sju kreditinstitut; Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, Realkredit i Danmark, SBAB, Swedbank samt Ålandsbanken. Under 2012 har bolaget ingått nya låneavtal om 348 miljoner kronor där samtliga har gjorts med befintliga kreditgivare.

Av de räntebärande skulderna i slutet av år 2012 var 53 % räntesäkrade på minst 3 år och då uppgick den genomsnittliga räntebindningstiden till 6,0 år. Räntan var i genomsnitt 4,66 % inklusive marginaler. Den genomsnittliga räntan har inte minskat i samma omfattning som marknadsräntorna som följd av bankernas höjda kapitaliseringskrav. Refinansiering av tidigare lån har varit svårare att genomföra än beräknat efter införandet av Basel III-reglerna.

Företaget har emitterat två obligationslån på ett totalt värde om 500 miljoner kronor där det ena lånet uppgår till 200 miljoner kronor och det andra uppgår till 300 miljoner kronor. Det första lånet på 200 miljoner kronor har en fast ränta på 6.75 % och det andra lånet om 300 miljoner kronor löper med en rörlig ränta om STIBOR 3M + 3,50 procentenheter. Obligationslånen gör det möjligt för Corem att investera och förvärva ytterligare inom det befintliga beståndet. Den viktade genomsnittliga återstående löptiden för obligationerna är 3,1 år.

För att uppnå önskad räntebindning, minimera ränterisken och skapa förutsägbarhet i bolagets räntekostnader innehar Corem derivat i form av ränteswappar. På grund utav de låga och långa marknadsräntorna har bolaget under 2012 omstrukturerat delar av dess derivatportfölj vilket har lett till en positiv effekt på dess finansnetto. Vid årsskiftet hade företaget tio stycken swappavtal med ett värde på 2 900 miljoner kronor. Marknadsvärdet i räntederivatportföljer uppgick till 402 miljoner kronor och löptiderna är fram till 2015-2031. För närvarande används tre stycken olika typer av swappar: vanliga-, tröskel- och stängningsbararänteswappar.

Under swappavtalets löptid kommer 402 miljoner kronor återföras till resultatet i Corems fall. Per 31 december 2012 hade bolaget vanliga ränteswappar om 1 600 miljoner kronor med både fast och rörlig ränta. För tröskelswapparna betalar Corem en fast ränta till en viss fastslagen räntenivå och betalar därutöver rörlig ränta. Vid årsskiftet hade bolaget 1 000 miljoner kronor i tröskelränteswappar. På de stängningsbara swapparna betalar Corem fast ränta och erhåller rörlig ränta men till skillnad mot en vanlig ränteswapp så kan motparten ha möjlighet att avsluta swappavtalet i förtid vid vissa fastslagna datum.

Vid årsskiftet hade bolaget en likviditet om 216 miljoner kronor inklusive outnyttjade krediter om 100 miljoner kronor.

Corem har övriga skulder som uppgår till 666 miljoner kronor och består utav upplupna kostnader, förskottsbetalade hyror, skatteskulder, leverantörsskulder, beslutad utdelning till peferensaktieägarna samt derivat värderade till verkligt värde.

De främsta riskerna som Corem utsätts för är finansieringsrisk, ränterisk, valutarisk och kreditrisk. Samtliga av företaget utländska fastigheter finansieras i utländsk valuta för att minska valutarisken.

Finansiella mål

Soliditet	>25%
Räntetäckningsgrad	1,5
Kreditbindning	>1,5 år

4.2. Klöver AB

Klövern är ett av Sveriges största börsnoterade fastighetsbolag. Bolaget inriktar sig på kommersiella lokaler och den 31 mars 2013 uppgick fastigheternas värde till 22,7 miljarder kronor. Klöveraktien är noterad på NASDAQ OMX Stockholm Mid Cap.

Klövern har som mål att generera god avkastning till dess aktieägare. Företagets strategi går ut på att hela tiden vara delaktig i de olika miljöer som bidrar till företagets utveckling, såväl inre som yttre.

Bolagets mål är att avkastningen på eget kapital ska uppgå till riskfri ränta samt minst nio procentenheter på lång sikt. Soliditeten ska uppgå till minst 25 % och räntetäckningsgraden ska uppgå till minst 1,5 gånger. Kapitalbindningen ska vara minst 1,5 år. När Klöver väljer räntebindningstid prioriterar de att räntebindningarna sprids ut så att alla lån inte löper ut samtidigt vilket skulle kunna försvåra refinansieringen. Banklånen kommer i största sannolikhet rulla på av sig själv, vilket är anledningen till att VD Rutger Arnhult inte oroar sig

för omfinansieringen av banklån. Det skulle vara en stor förlust för en bank att förlora en så pass stor kredit till en konkurrent.

Klöverns fastighetsinnehav är utspritt över hela Sverige och är indelat i Region Syd, region Öst, region Stockholm och Region Mellan/Norr. Beståndet består av enbart kommersiella fastigheter med inriktning mot logistik, lager och kontor.

Vid utgången av 2012 hade Klövern totalt 387 fastigheter belägna i 44 kommuner runt om i landet. Totalt uppgick fastighetsvärdet till 22 624 miljoner kronor. Den uthyrbara arean var på 2 529 000 kvadratmeter och hyresvärdet var så högt som 2 468 miljoner kronor. Jämfört med tidigare år steg intäkterna med 4 % tack vare indexuppräknning av hyrorna samt av en positiv nettoinflyttning.

I mars 2012 förvärvade Klövern det noterade fastighetsbolaget Dagon vilket ökade fastighetsvärdet från ca 15 till 21 miljarder kronor och det totala antalet fastigheter ökade från 250 stycken till 370. Förvärvet gjorde att Klövern expanderade till nya marknader, bland annat Öresund och Göteborg. Ett annat bolag som också förvärvades under 2012 var Nordicom Sverige AB som inkluderade sex stycken fastigheter till ett värde av 320 miljoner kronor.

På grund av högre bankmarginaler under året steg Klöverns genomsnittliga ränta och vid slutet av 2012 och början av 2013 räntesäkrades 2,9 miljarder kronor av låneportföljen för att jämna ut räntekostnader för de kommande åren.

I fastighetsbolag är ofta den totala tillgångsmassan samma som värdet på fastigheterna som finansieras med antingen eget kapital, främmande kapital eller övrigt kapital. Kostnaderna för finansiering har störst vikt vid valet av uppdelningen av de tre alternativen, andra faktorer är inriktningen av fastighetsportföljen samt aktieägarnas och kreditgivarnas riskaversion. För Klövern är det dyrast att använda sig av eget kapital och billigast att utnyttja övrigt kapital. Bolagets totala tillgångar uppgick i slutet av år 2012 till 24 222 miljoner kronor där eget kapital utgjorde 6 696 miljoner kronor, främmande kapital 15 229 miljoner kronor och övrigt kapital uppgick till 2 297 miljoner kronor. Företagets soliditet ligger på 28 % och den justerade soliditeten, substansvärde dividerat med justerad balansomslutning, uppgår till 31 %.

Den optimala kapitalstrukturen i bolaget är svåridentifierad enligt Rutger Arnhult men bolaget försöker att optimera vinster utifrån de möjligheter som finns på marknaden. Företaget är begränsat i sin belåning men de kan låna mer i obligationer i det fall de skulle vilja men de försöker hålla sig till 30 % soliditet, då är bankerna bekväma vilket gör det enklare att kunna få rimliga priser. Det mest gynnsamma för bolaget är att använda sig av bankfinansiering men då de inte har möjlighet att endast använda sig av det så är alternativ finansiering ett måste för att bolaget ska kunna expandera. Enligt Rutger Arnhult har banklån den högsta prioriteringen hos bolaget följt av obligationer. Preferensaktier är först intressant om det är ett måste för en specifik investering.

Företagets avkastningsnivå varierar kraftigt mellan olika år då resultatet efter skatt påverkas av såväl rörelsens resultat som värdeförändringar på fastigheter och derivat. Målsättningen är att avkastningen på det egna kapitalet så småningom ska uppgå till den riskfria räntan, den femåriga statsobligationsräntan, plus minst nio procentenheter. Detta mål uppnåddes inte under 2012 då avkastningen på eget kapital var 5,8 %.

Främmande kapital utgörs av räntebärande skulder och då de oftast är en billigare finansieringsform än eget kapital har Klöver en drivkraft att ha en relativt hög andel främmande kapital med rimlig risknivå.

Under 2012 bestod 63 % av bolagets totala finansiering av räntebärande skulder. Belåningsgraden, räntebärande skulder i förhållande till fastigheternas värde, uppgick till 67 %. Av skulderna är det 56 % som har belåning med pantsäkerhet. Skillnaden utgörs av bland annat de fyra obligationer om totalt 1,8 miljarder kronor som emitterades under året som gick. Majoriteten av banklånen har Stiborränta som bas vilket ger en möjlighet för företaget att förändra kapitalstrukturen utan att behöva betala ränteskillnadsersättning. För att begränsa ränterisken så använder sig Klöver av ränteswappar och under 2012 var 49 % av volymen swappar.

Den genomsnittliga upplåningsräntan för de räntebärande skulderna steg under året och vid årsskiftet låg den genomsnittliga räntan på 4,3 % vilket var en ökning med 0,1 procentenheter. Ränteökningen beror på dyrare finansieringssätt jämfört med tidigare i form av obligationer, högre marginaler vid omfinansiering samt ytterligare förvärv av ränteswappar som utgör en försäkring mot eventuellt stigande räntor i framtiden. Kapitalbindningen uppgick vid årsskiftet till 2,2 år och under 2013 kommer kreditfaciliteter om totalt 3 751 miljoner kronor exklusive checkkredit.

Klövern använder sig av derivat för att minska ränterisken och uppnå önskad räntebindning. Totalt omfattade derivaten 8 775 miljoner kronor vid slutet av år 2012. Derivatet består utav två olika typer; ränteswappar och räntetak och idag motsvarar de 58 % av de räntebärande skulderna. I samtliga ränteswappar har Klöver valt att byta rörlig ränta till fast ränta. Räntetaken skyddar mot stigande rörliga räntor och vid årsskiftet uppgick innehavet till 1 355 miljoner kronor. Värde av såväl räntetaken som swapparna förändras då ränteförändringar sker på marknaden och när löptiden minskar. Då löptiden är slut värderas de alltid till noll.

För att motverka risken för värdeminskning av fastigheterna har Klöver försökt att förvärva fastigheter som har en hög vakansgrad där syftet har varit att utveckla och förädla dem genom hög kompetens inom fastighets- och projektutveckling.

Finansieringsrisken hanteras genom noggranna målsättningar i finanspolicyn som rör löptider på kapitalbindning, kreditförfallovolym och kreditvolym mot andra parten. Ett annat sätt att sprida risken vid finansiering görs genom att låna pengar från flera olika kreditgivare.

Klöverns egna finansieringsmål stämmer väl överens med bankernas krav och bedömer att de kommer göra så även under år 2013.

Finansiella mål

Soliditet	>25%
Räntetäckningsgrad	>1,5
Kreditbindning	>1,5 år

4.3. Fastighets AB Balder

Balder är ett börsnoterat fastighetsbolag som med lokal förankring förvärvar, utvecklar och förvaltar både bostadsfastigheter och lokaler på orter med positiv utveckling. Den 31 mars 2013 hade företaget ett värde om 22,5 miljarder kronor.

Verksamheten är inriktad på positiva kassaflöden och tillväxt samt ett ökat förvaltningsresultat. Balder ska uppnå den position som gör att de blir en naturlig partner på de orter där potentiella kunder finns.

Per den 31 december 2012 ägde Balder 432 fastigheter med en total uthyrningsbar area om 1 543 tusen kvadratmeter till ett värde om 22,3 miljarder kronor. Hyresvärdet på fastigheterna ökade med 17 % jämfört med året innan.

Beståndet är uppdelat i fem geografiska regioner: Stockholm Göteborg/Väst, Öresund, Öst och Norr. De kommersiella fastigheterna är belägna såväl i centrum som i närförorter till storstäder och ytterområden. Bostadsfastigheterna utgör närmare hälften av beståndet och är belägna på orter med befolkningstillväxt samtidigt som de har en positiv utveckling. I fortsättningen har företaget som ambition att investera i dessa väl utvalda marknader.

Balders kapitalstruktur har de senaste åren gått mot en större andel eget kapital och de har medvetet sänkt belåningsgraden. Tanken är att Balders belåningsgrad ska sänkas ytterligare oberoende av hur marknaden ser ut för att på så sätt skydda sig för eventuella händelser på den finansiella marknaden.

För Balder så är vanliga banklån den i första hand mest intressanta finansieringsformen. Bolaget har även emitterat preferensaktier då de ansett att kursen för stamaktier har varit för låg för att det skulle vara försvarbart att emittera nya vid investeringstillfället. Företaget var även tidigt bland fastighetsbolagen med att emittera en obligation år 2006 och de gjorde även ytterligare en emittering år 2012 efter att ha fått erbjudande från villiga investerare. Balder har under de senaste åren fått flera erbjudanden från investerare beträffande att emittera fler obligationer men har visat försiktighet då marknaden för obligationer fortfarande är relativt osäker i Sverige och de är rädda att marknaden ska vara sämre när obligationerna löper ut vilket medför svårigheter för refinansiering. Selin anser dock att priserna är bra på obligationer i dagsläget och de kommer antagligen att emittera mer men inte i några större mängder.

Balder har i dagsläget endast emitterat icke-säkerhetsställda obligationer, de har även tittat på säkerställda obligationer men det har visat sig vara för dyrt då bankerna har erbjudit en lägre ränta för banklån. I det fall då priserna på säkerställda obligationer kan komma ner till bankernas låneräntor så kan det dock vara intressant för att på det sättet kunna diversifiera finansieringen.

Bolaget har två olika aktieslag som är noterade på Nasdaq OMX Stockholm, Mid Cap, en preferensaktie samt en stamaktie av serie B. Börsvärdet uppgick i slutet av år 2012 till 7,8 miljarder kronor och då hade företaget 12 476 aktieägare. Under år 2012 gick stamaktien upp 46 % jämfört med året innan. Styrelsen bestämde dock att ingen utdelning skulle lämnas för året utan istället kommer företaget använda de pengarna för att växa ytterligare genom att investera i nya och befintliga fastigheter.

Erik Selin är positiv beträffande preferensaktier och ser det 2-3 % högre priset i förhållande till banklån som en försäkringspremie då preferensaktier är eget kapital vilket i sin tur ger en starkare balansräkning. Selin anser även att om man tar hänsyn till att en starkare balansräkning resulterar i att man får bättre villkor för de vanliga banklånen så är merkostnaden för preferensaktier nästintill obefintlig.

Företaget siktar på långsiktiga investeringar och tillgången till kapital är en förutsättning för att bolaget ska kunna växa och för att kunna förvalta det befintliga beståndet. Verksamheten är centraliserad till moderbolaget som agerar internbank åt koncernen med ansvar för upplåning, finansiell riskhantering och cash management.

Finansieringen av bolaget består främst utav eget kapital och skulder, där majoriteten av skulderna är räntebärande. Långsiktigt är målsättningen för kapitalstrukturen att soliditeten ska vara lägst 30 % och att räntetäckningsgraden över tid ska vara lägst 1,5 gånger.

Per den 31 december 2012 uppgick bolagets räntebärande skulder till 13 789 miljoner kronor, en siffra som motsvarar en belåningsgrad på fastigheterna om 60,4 %. De räntebärande skulderna utgörs av ömsesidiga låneavtal med nordiska banker och av ett certifikatprogram om 1 miljard kronor. Certifikatprogrammet är säkerställt med back-up faciliteter från banker vilket innebär att om certifikat inte kan emitteras utnyttjas back-up faciliteten. Programmet har fungerat bra och för Balder kostar det ungefär lika mycket som ett banklån med dagens ränta. Bolaget funderar på att eventuellt utöka certifikatramen då dem för närvarande inte kan emittera fler certifikat utan att spränga ramen. Erik Selin ser certifikat som den mest intressanta finansieringsformen efter banklån.

Balder har även lämnat pantbrev som säkerhet för sina räntebärande lån i fastigheter, aktier och andelar i dotterbolag. Säkerheten har i vissa fall kompletterats med garantier om nivåer för räntetäckningsgrad, soliditet, belåningsgrad samt borgen från moderbolaget.

Genom att arbeta med långa kreditavtal med avtalade marginaler tillsammans med en lång räntebindning är det möjligt att utläsa en förutsägbarhet i kassaflödet. Den långa räntan är idag historiskt låg vilket har gjort att Balder därför har valt att utnyttja detta läge genom att förlänga dess genomsnittliga räntebindningstid och kreditbindningstid.

Balder har tidigare tittat på att emittera konvertibla skuldebrev men det har ansetts vara för dyrt men det kan ändå vara en intressant finansieringskälla i framtiden då det enligt Selin finns mycket pengar där.

Balder använder sig utav räntederivat för att uppnå en önskad räntebindning och Erik Selin menar att derivat är mer kostnadseffektivt och flexibelt jämfört med att teckna ett fasträntelån vilket i slutändan skulle ge samma kassaflödeseffekt. Derivat redovisas löpande till sitt verkliga värde i balansräkningen med värdeförändringar klargörande i resultaträkningens finansnetto.

Riskerna som finns i bolaget begränsas genom att arbeta dynamiskt med riskspridningen avseende geografisk lokalisering, fastighetstyp och kundammansättning. Av företagets kontrakterade hyresintäkter beträffar 45 % bostäder och 55 % lokaler. Intäkterna påverkas av fastigheternas uthyrningsgrad, möjligheten att kunna ta ut marknadsmässiga hyror samt av kundernas betalningsförmåga. Bolagets resultat kommer att påverkas i det fall uthyrningsgraden eller hyresnivåerna förändras. Desto fler enskilt stora kunder ett

fastighetsbolag har, desto större är risken att bolaget ska råka ut för stora vakanser och bortfall av hyresintäkter. Detta har Balder undvikit genom att skapa långsiktiga relationer med bolagets befintliga kunder. Hyreskontrakten är normalt sett även inflationsjusterade. Vid årsskiftet hade Balder en ekonomisk uthyrningsgrad om 94 %.

Företaget exponeras även för finansiell risk och eftersom att bolaget till stor del finansieras med lån så utsätts dem för finansierings-, ränte- och kreditrisker.

I syfte att minimera refinansieringsrisken har bolaget kontinuerligt diskussioner med kreditinstitut och banker med avsikten att trygga den långsiktiga finansieringen. Balder är långvarig kund i princip alla svenska banker och ser ingen större refinansieringsrisk utan planerar att förlänga sina befintliga banklån. Selin säger dock att de har blivit noggrannare vem de lånar av och helst minskar sin belåning i banker som ger ut osäkra krediter till exempelvis Baltikum.

Ränterisken påverkar självklart bolagets finansieringskostnad och utgiften för räntorna är bolagets största kostnad. För att uppnå önskad räntebindning använder sig företaget av derivat och en stor andel av lånen har kort räntebindningstid.

Angående Balders kundfordringar utförs alltid kreditprovningar innan nya hyresavtal tecknas, detta för att förhindra att hyresgäster inte kan betala.

För att minska valutarisken har Balder valt att finansiera sina utländska fastigheter i lokal valuta.

Finansiella mål

Soliditet	>30%
Räntetäckningsgrad	>1,5

4.4. Sagax AB

Sagax är ett fastighetsbolag som investerar i kommersiella fastigheter främst inom lager och lätt industri. Det övergripande målet är att på lång sikt generera högsta möjliga riskjusterade avkastningen till bolagets aktieägare.

Vid årsslutet 2012 bestod fastighetsbeståndet av 134 fastigheter med en uthyrningsbar area om 1 159 000 kvadratmeter. Marknadsvärdet på fastigheterna uppgick under slutet av 2012 till 9 396 miljoner kronor.

Den grundläggande förutsättningen för att bolaget ska kunna utvecklas framgångsrikt är tillgång till kapital. Per den 2012-12-31 uppgick Sagax tillgångar till 10,1 miljarder kronor. Finansiering sker främst av eget kapital, räntebärande och övriga skulder där eget kapital och räntebärande skulder är de två viktigaste kapitalkällorna. Eget kapital uppgår till 28 % och skulder till 62 % av företagets finansiering.

Sagax strävar efter att ha ett uttryckligt fokus på långsiktig tillväxt av bolagets förvaltningsresultat. Genom att använda sig av långa hyresavtal och lång räntebindning använder koncernen sitt eget kapital och säkrar god avkastning från fastighetsinnehavet. Förvaltningen ska sträva efter hög effektivitet och låg operationell risk. I fortsättningen ska företaget växa genom kompletteringsförvärv av fastigheter och genom investeringar i befintligt fastighetsbestånd.

Fastighetssegmentet lager och lätt industri efterfrågas främst då Sagax anser att de har intressanta egenskaper ur ett investerarperspektiv då de har hög löpande avkastning i kombination med låg nyproduktionstakt samtidigt som de har stabila uthyrningsgrader. Företaget påverkas av de förändringar som sker på hyresmarknaden i form av uthyrning av lokaler. Inom den närmsta framtiden är dock exponeringen relativt låg då uthyrningsgraden är så hög som 93 % och hyresavtalen är långa. Den främsta uthyrningen av lokaler finns i Stockholm och Helsingfors, två marknader som bolaget anser ha bäst förutsättningar i Norden för långsiktig tillväxt.

Bolagets överlägset största kostnad är räntekostnader och riktlinjerna i företaget är att binda räntan under lång tid samt att ha en räntebindningstid som överstiger 4 år. Genom att ha en lång räntebindning blir räntekostnaderna mer förutsägbara. Sagax siktar på att ha ett överskådligt framtida kassaflöde genom att ha hög uthyrningsgrad, långa hyresavtal och låga fastighetskostnader.

Aktuella räntenivåer och eventuella räntehöjningar kan påverka finansieringskostnaderna för företaget. För att begränsa ränterisken använder sig Sagax av derivat i form utav ränteswappar och räntetak. I det fall marknadsräntorna skulle förändras med en procentenhet skulle kapitalstrukturen i slutet av året påverka räntekostnaderna med 22,3 miljoner kronor om året med hänsyn till bolagets räntederivat. I det fall strikerräntan på 4,5 % nås minskar effekten på räntekostnaderna till 3,5 miljoner kronor för varje tillkommande procentenhets ökning av underliggande marknadsränta. Då räntebindningstiden är relativt lång med hänsyn till bolagets derivatavtal påverkas endast förvaltningsresultatet i begränsad utsträckning vid förändringar i det allmänna ränteläget.

Räntesättningstiden bestäms utifrån kostnader, hur räntebindningsprofilen ser ut i övrigt då företaget vill sprida ut löptiden av de olika lånen för att minska refinansieringsrisken. Bolaget hanterar refinansieringsrisken genom att försöka omfinansiera så tidigt som möjligt.

Säkerställda obligationer har inte använts på grund utav prisfrågan då det har visat sig vara för dyrt samtidigt som bolaget anser att det är en komplicerad produkt. Efterfrågan på lågriskprodukter har varit relativt svag de senaste åren då investerare efterfrågar en högre avkastning. Av bland annat samma anledning har Sagax också valt bort användningen av certifikat, de anser att det är en intressant produkt men då företaget inte har haft något stort seniort lån som behövs omfinansierats har det inte blivit aktuellt.

Swappar använder sig bolaget mycket av för att reglera ränterisken, de har en fast ränta men det har inte haft någon större betydelse vad som valts vid finansieringstillfället utan de har valt det som efterfrågades vid tillfället då företaget emitterade sina obligationer. Det är enkelt att swappa räntorna i det fall som det skulle behövas enligt Mindus.

Sagax belåningsgrad uppgick vid årsslutet till 62 % och ränte- och kapitalbindningen uppgick till 5,2 respektive 4,3 år. Räntekänsligheten för bolaget är låg och för år 2012 utgjorde räntekostnaderna 62 % av bolagets sammanlagda kostnader. För att säkerställa det löpande kassaflödet eftersträvar Sagax lång ränte- och kapitalbindning. En högre räntebindning medför en högre genomsnittlig ränta än en kortare men den minskar känsligheten. Risken med refinansiering tas hänsyn till genom att avtala om refinansiering av långfristiga räntebärande skulder i god tid. Vid årsskiftet uppgick den genomsnittliga kapitalbindningen till 4,3 år. Enligt Mindus vill bolaget inte ha en skuldsättningsgrad på mindre än 60 % då det blir dyrt för ägarna att ersätta med eget kapital. Mindus menar att företagets optimala skuldsättning borde

ligga runt 70 %. Sagax vill ha en så låg riskjusterad kapitalkostnad som möjligt och detta görs genom att sälja det som passar respektive investerare och vad som efterfrågas på marknaden.

Sagax har tre olika typer av aktieslag, stamaktier av serie A och B samt preferensaktier. Stamaktier A och preferensaktier var noterade på NASDAQ OMX Stockholm Mid Cap under 2012 och stamaktier B emitterades den 19 mars 2013. Sedan 8 april 2013 har även B-aktierna noterats på NASDAQ OMX Stockholm Mid Cap. Vid slutet av år 2012 hade företaget 6 814 aktieägare och börsvärdet uppgick till 4 009 miljoner kronor.

Bolagets utdelningspolicy är att utdelningen både för stamaktier och preferensaktier ska uppgå till ca en tredjedel av förvaltningsresultatet per år. Utöver detta kan styrelsen välja att dela ut vinster från enskilda affärer. Den sammanlagda föreslagna utdelningen för samtliga aktier i bolaget är ca 163,5 miljoner kronor.

Sagax var först av fastighetsbolagen att emittera preferensaktier år 2006 och de har haft hög avkastning sedan dess på ca 10 %. Det som främst efterfrågas vid skuldsättning är låg prisvolatilitet och bra betalningsförmåga. Vid emitteringstillfället efterfrågade styrelsen vad som var billigast för stamaktieägarna för att kunna fortsätta producera och då visade det sig att preferensaktien var billigaste alternativet.

Preferensaktier är att föredra som eget kapital i nya satsningar för att inte nettoskulden ska bli för stor, detta är främsta anledningen till att bolaget har emitterat både preferensaktier och obligationer samma år.

David Mindus anser att samtliga finansieringsalternativ kan vara intressanta men att det är en prisfråga. Genom att låna från flera olika finansieringsinstitut med flera olika instrument ger det fler alternativ då det blir lättare att lära känna marknaden och dess aktörer. Ju fler som känner till bolaget, desto enklare blir det att få lån.

Hysesintäkterna för år 2012 ökade till 824,1 miljoner kronor, en ökning från 783,2 miljoner kronor året innan. Anledningen till ökningen förklaras av en större fastighetsportfölj, en indexjustering av hyresnivåer och intäktshöjande investeringar i det befintliga beståndet.

Fastigheterna har omvärderats och nyuthyrningar, omförhandlingar av hyresavtal och avflyttningar från lokaler har påverkat marknadsvärdet på företagets fastigheter med ett netto på 117,6 miljoner kronor. Omvärderingen av fastigheterna redovisas tillsammans på 134,4 miljoner kronor. Efter kostnader för administration så steg direktavkastningen till 7,8 % och den genomsnittliga återstående löptiden på hyresavtalen är nu 8,4 år.

Företagets största risker ligger främst i den eventuella missbedömningen av stabiliteten i en fastighets driftnetto och kostnader för långfristig finansiering. För att minimera riskerna är bolaget noga med att välja investeringar, teckna långa hyresavtal och diversifiera intäkterna. De finansiella riskerna hanteras genom att kapital- och räntebinda bolagets finansiering för ett flertal år framåt samt genom att ha goda likviditetsreserver.

Underhållskostnaderna för fastigheter med lager och lätt industri är ofta väldigt höga vilket bidrar till att många fastighetsägare väljer att lägga över ett relativt stort ansvar av dessa kostnader till hyresgästerna. Det är främst el- och uppvärmningskostnader som är av störst betydelse och dessa har Sagax valt att lägga på hyresgästen. Detta bidrar till att bolagets utsättande av driftkostnadsförändringar är begränsad. I det fall det uppstår vakanser kommer

inte bara företagets hyresintäkter gå förlorade utan även så tillkommer kostnader för energi och liknande som tidigare debiterats på hyresgästerna.

Då Sagax äger 31 stycken fastigheter i Finland och 4 stycken i Tyskland medför det en valutarisk mot euron. Bolaget har därför valt att låna i utländsk valuta i de fall där investeringar i utlandet har gjorts för att valutaexponeringen inte ska bli stor. De har då sett till att skulderna samvarierar med investeringarna.

Finansiella mål

Soliditet	>20%
Räntetäckningsgrad	>1,5
Kreditbindning	>4 år

4.5. Robur Realinvest

Robur Realinvest har investerat i Sagax, Corems, Klöverns samt Balders preferensaktier då de uppfattar det som att det genererar en bra riskjusterad avkastning samt för att diversifiera portföljen.

Strand är positiv till preferensaktier då han anser att en uppdelning av det egna kapitalet i två delar där den ena är fokuserad på direktavkastning och den andra på tillväxt kan vara en god idé. Finansieringsalternativet kan attrahera olika investerare och därmed sänka avkastningskravet för bolaget. Det skapar också möjlighet för investeraren att skapa en önskad karakteristiska i investeringen mellan direktavkastning och tillväxt. Vidare anser Strand att preferenskapital fungerar bra för kassaflödesgenererande bolag. För bolag som exempelvis sysslar med mycket utveckling som inte skapar kassaflöde från dag ett så bör inte preferenskapital vara en viktig finansieringskälla.

Strand anser även att obligationerna som nämnda bolag har emitterat också genererar en bra avkastning samt att om man investerar i obligationer så exponeras man för en mindre prisrisk. Däremot exponeras investeraren för en större återinvesteringsrisk gentemot att investera i preferensaktier i samma underliggande bolag. Robur Realinvest innehar inga obligationer i portföljen idag men Strand anser att det hade kunnat vara ett intressant komplement på individuell basis men troligtvis inte som en permanent del av portföljen. Dock så behöver inte preferenskapital vara en permanent del heller.

Strand skulle kunna tänka sig att investera i preferensaktier i andra bolag så länge kapitalet används förnuftigt och bolaget inte tar in kapital som de inte kan förvalta till en bra avkastning. Vidare så skulle Strand kunna tänka sig att öka portföljens innehav i befintliga preferensaktier givet en attraktiv värdering.

Angående framtiden för preferensaktier som en finansieringskälla så nämner Strand att det finns exempel utomlands där preferenskapitalet är den primära finansieringskällan (Public Storage i USA). I Sverige så har vi en tradition av banklån och det är en billigare finansieringskälla än preferenskapital. Han tror att preferensaktier kommer att finnas kvar och säkert kommer att öka och breddas i användning till andra bolag samt även sektorer i Sverige.

5. Analys

I detta avsnitt analyseras genomförd empiri i kombination med de teorier som tidigare behandlats.

En tydlig trend när det kommer finansiering av fastigheter är sedan år 2007 är att fastighetsbolagens andel av banklån har minskat. Detta kan förklaras med att efter subprime-krisen år 2008 så har bankerna blivit mer restriktiva i sin utlåning till fastighetssektorn samtidigt som de har ökat sina räntemarginaler på banklån. Belåningsgraden för banklån har gått ner med en nivå av ca 10 % generellt sett. Ett resultat av detta är att många fastighetsbolag har börjat vända sig mot kapitalmarknaden istället för att erhålla sin finansiering och har därför emitterat instrument såsom obligationer och preferensaktier. Fastighetsbolag som Klöver och Corem har gått från att endast finansiera sig med stamaktier och banklån till att även finansiera sig med preferensaktier och obligationer. Sagax var tidigt ute med att emittera preferensaktier redan år 2006 och preferensaktier utgör idag en majoritet av det egna kapitalet i bolaget. Sagax har breddat sin finansiering genom att på senare år även emitterat obligationer. Balder tecknade år 2006 förlagslån vilket kan liknas vid en obligation med lägre säkerhet. Idag finansierar sig inte Balder med förlagslån längre men har istället diversifierat sin finansiering med en kombination av banklån, preferensaktier obligationer samt certifikat.

En annan trend är att många fastighetsbolag har gått mot en större andel eget kapital vilket till viss del kan förklaras med egen intjäning samt det utbredda användandet av preferensaktier vilket räknas som eget kapital. Efter subprime-krisen så har kapitalbindningstiden för banklån fått större fokus och det har i vissa fall blivit dyrare med längre kapitalbindningstid. I slutet av 90-talet var bankerna mest fokuserade på name-lending vilket innebär att man främst bedömer hur duktig förvaltare samt hur finansiellt stark låntagaren är när man ska besluta om krediter. Fram till 2007 fokuserade man mest på asset-lending vilket innebär att man huvudsakligen tittade på säkerheten för lånet och inte brydde sig så mycket om hur duktig förvaltare låntagaren var. Efter subprime-krisen har man sett att name-lending och asset-lending har gått ihop. Numera vill man se både bra förvaltare och bra tillgångar när man beviljar krediter.

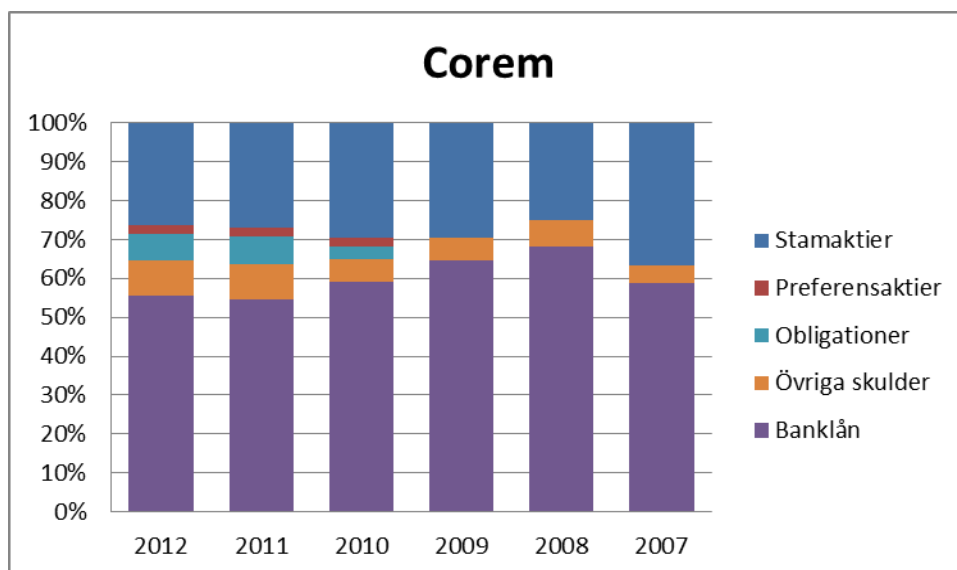


Diagram 1: Corems Kapitalstruktur

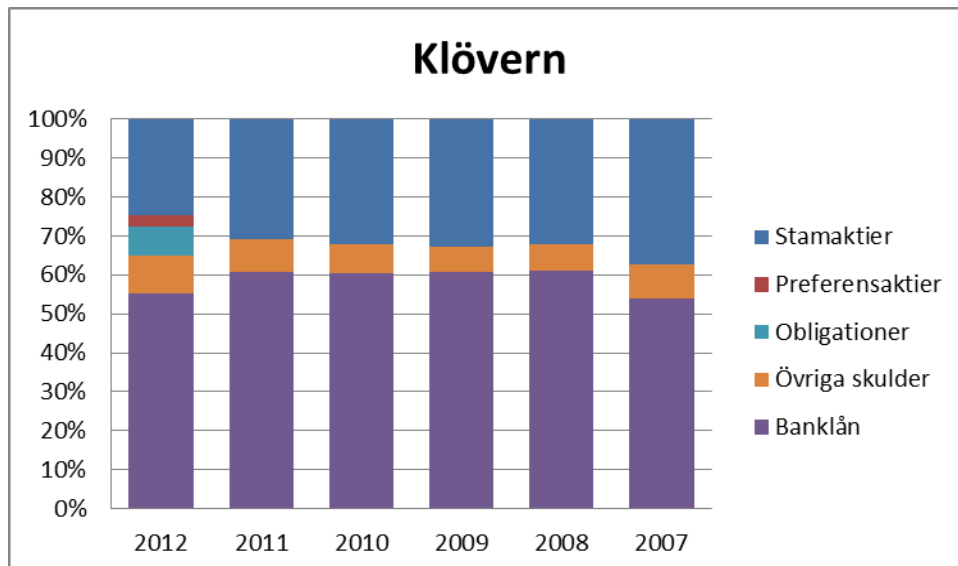


Diagram 2: Klöverns Kapitalstruktur

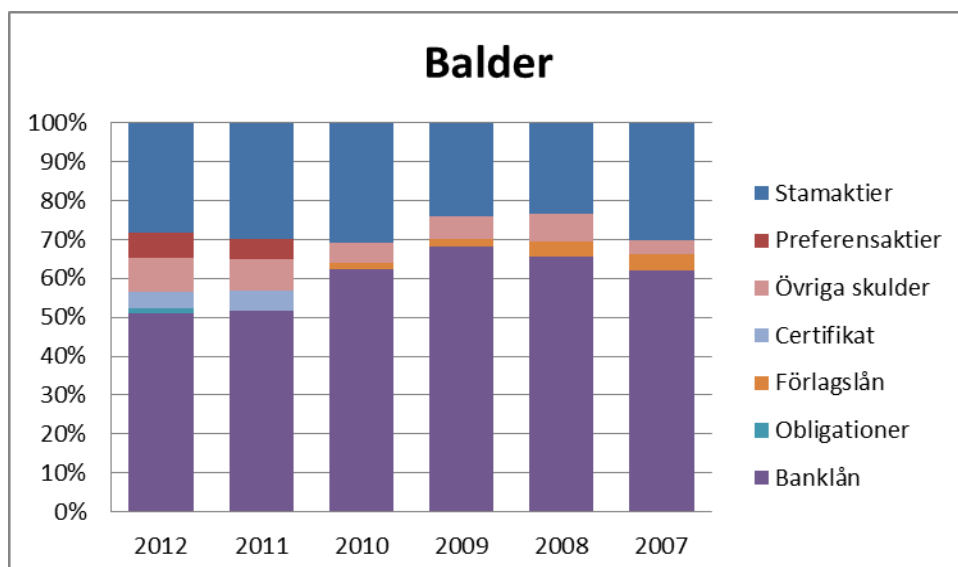


Diagram 3: Balders Kapitalstruktur

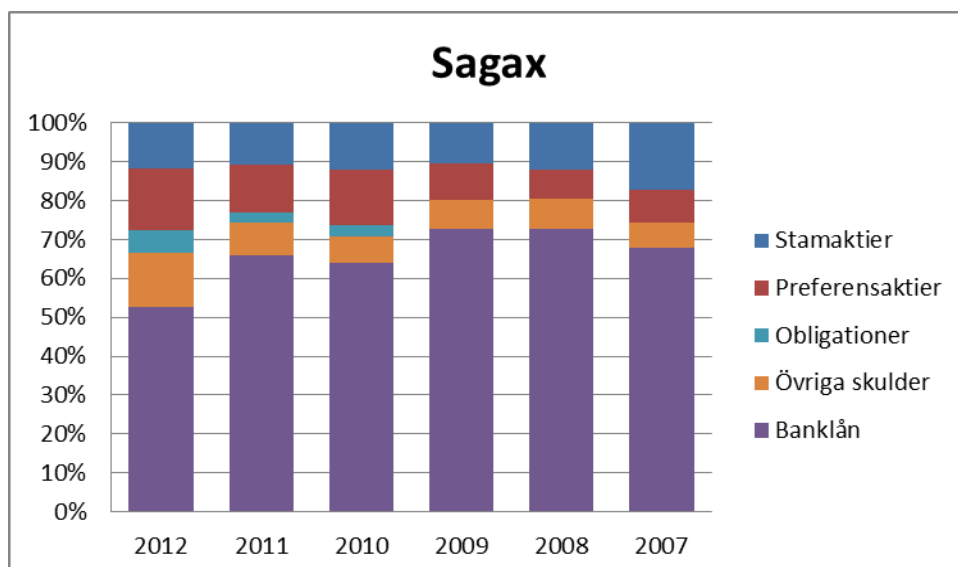


Diagram 3: Sagax Kapitalstruktur

När det kommer den optimala kapitalstrukturen som fastighetsbolagen vill ha så är det väldigt svårt att definiera och det ändras över tiden, vilket till stor del beror på marknadsförutsättningar samt priset på olika sorters kapital vilket är i ständig förändring. Dock vill de flesta fastighetsbolagen inte ha för stor del eget kapital vilket är den dyraste finansieringsformen och som även resulterar i en begränsad hävstångseffekt. De flesta bolagen vill inte ha en skuldsättning som understiger 60-70 % och de ser fortfarande bankfinansiering som sin högst prioriterade finansieringskälla men de vill diversifiera sin finansiering och vara aktiva i skuldmarknaden. Investerarna gillar att bolagen emitterar instrument som obligationer och preferensaktier och även bankerna ser positivt på att bolagen diversifierar sin finansiering då deras egen kreditrisk minskar.

Alla de undersökta bolagen ställer sig positiva till säkerställda obligationer men det är endast Klövern som än så länge har emitterat säkerställda obligationer då övriga har ansett det vara en för dyr och komplicerad finansieringsform. Balder har emitterat certifikat och de övriga undersökta bolagen har även de undersökt möjligheterna att emittera certifikat utan att än så länge ha gjort någon emission. Corem anser sig vara ett för litet bolag för att emittera certifikat och Sagax har inte haft något stort seniort lån som dem behövt refinansiera.

De undersökta bolagen kan ses som opportunistiska när det kommer till val av finansieringskällor och den faktor som har haft störst betydelse för hur fastighetsbolagen har valt att finansiera sig har varit priset samt vad som har efterfrågats på investerarmarknaden. Det kan även anses att de fastighetsbolag som har valt att finansiera sig med obligationer och preferensaktier är väldigt aktiva på investeringsmarknaden och har växt genom förvärv de senaste åren.

Med hänseende av insamlade teorier samt utförda intervjuer kan det konstateras att det finns en stor efterfrågan av alternativa finansieringskällor av fastigheter såsom obligationer och preferensaktier. Efter subprime-krisen år 2008 har bankerna blivit mer restriktiva i sin utlåning till fastighetssektorn, sänkt belåningsgraderna samt ökat sina räntemarginaler för banklån vilket öppnat upp för alternativa finansieringsformer och förmått låntagarna att diversifiera sin finansiering. Som låntagare är det fördelaktigt att ha flera olika finansieringskällor att använda för att kunna refinansiera framtida förfall av lån. Att vara aktiv i skuldmarknaden ger också bolaget en möjlighet att lära sig mer om finansiering samt bidrar till att det blir mer känt vilket är positivt då trenden inom finansiering har gått mer mot name-lending. Då ett företag lånar pengar från flera finansiärer med olika instrument, blir det enklare att få en mer varierad finansiering. I det fall ett bolag endast lånar pengar från exempelvis en bank blir det svårare att emittera en obligation eller en preferensaktie då företaget inte är så insatt i finansieringssätten och därmed inte vet vad som handlas. Har alternativet använts tidigare är det enklare att använda det igen då mycket förarbete redan gjorts. Genom att diversifiera sin belåning får olika finansieringsgivare bättre uppfattning om företaget och dess finansiella styrkor.

Det kan även fastställas att det finns en stor efterfrågan att investera i instrument som preferensaktier och obligationer då de erbjuder en bra riskjusterad avkastning. Investerare har visat en stor efterfrågan på dessa instrument och ser gärna att det emitteras större volymer i framtiden. Fastighetsägare vill ofta sälja instrument med olika risknivåer som passar respektive investerare och som efterfrågas på marknaden och det är därför bra att diversifiera sin finansiering. Flera stora aktörer som svenskt pensionskapital har valt att investera i preferensaktier och obligationer i de undersökta bolagen.

Bankerna ser även positivt på att fastighetsbolagen diversifierar sin finansiering då deras egen risk minskar samtidigt som bankerna genererar avgifter då de ofta agerar rådgivare vid emissioner av preferensaktier och obligationer. Risken vid utlåning minskar då låntagaren har större chans att betala tillbaka sina skulder vid en eventuell konkurs.

Preferensaktier är initialt dyrare att emittera än obligationer men preferensaktiernas emissionskostnader är av engångskaraktär då de är eviga. Företagsobligationer emitterade av fastighetsbolag brukar generellt ha en löptid på fem år vilket innebär att de måste refinansieras när de förfaller vilket dels innebär högre emissionskostnader samt även en risk ifall obligationsmarknaden är svag vid refinansieringstidpunkten. I det fall då obligationsmarknaden växer och låntagare ser att det oftast går enkelt att refinansiera dem kommer troligtvis fler bli intresserade av att använda alternativet vid fastighetsförvärv. Det är även möjligt att fler utländska investerare kommer att intressera sig för att placera i svenska obligationer. Idag är obligationsvolymerna inte så stora som många utländska företag efterfrågar men i det fall alternativet blir ansevärdare kan det bidra till en ökning av användningen.

Det kan vara komplicerat att jämföra preferensaktier och obligationer då det ena räknas som eget kapital och det andra som skuld i balansräkningen. En stor skillnad mellan de två finansieringsätten är dock att obligationer är mer skatteeffektiva då räntekostnaderna är avdragsgilla vilket inte gäller för preferensutdelningen. Om man har preferensaktier utestående är det då en fördel att ha underskottsavdrag i bolaget vilket många fastighetsbolag har.

Preferensaktier är dyrare än obligationer men då det räknas som eget kapital innebär de en lägre risk för emittenten och om preferensaktierna handlas till ett högt pris på börsen är det fördelaktigt att finansiera nya investeringar med preferenskapital för att minska nettoskulden och bibehålla nivån för soliditeten. Om det däremot finns utrymme för mer skuld i balansräkningen är obligationer ett mer fördelaktigt finansieringsalternativ då det är billigare än preferensaktier.

Fastighetsinvesteringar är en verksamhet som är oerhört kapitalintensiv och väldigt beroende av extern finansiering. Fastigheter genererar också relativt säkra och starka kassaflöden som kan betala preferensutdelningar och obligationsräntor. Detta i kombination gör fastigheter till ett tillgångsslag som passar väldigt bra att finansiera med preferensaktier och obligationer.

Framtiden för alternativa finansieringskällor som preferensaktier och obligationer ser ljus ut. Utomlands är användandet av denna typ av finansiella instrument mer utbrett och allt talar för att Sverige kommer gå i samma riktning. Ett område som inte riktigt har slagit igenom än men som har stor potential att växa är säkerställda obligationer vilket skulle kunna bidra till att pensionskapital, istället för att själva äga fastigheter, direktfinansierar fastigheter genom säkerställda obligationer i utbyte mot pantsäkerhet i underliggande fastigheter.

6. Avslutning med summering

I detta avsnitt presenteras den en summering som dragits utifrån studerade teorier samt analys av insamlad data följt av förslag till vidareforskning.

Det kan konstateras att bankernas mer restriktiva hållning till att ge fastighetskrediter har gett upphov till ett behov av alternativa finansieringskällor. Preferensaktier och obligationer är idag växande finansieringsformer som ofta får stå för den delen av finansieringen som bankerna inte längre vill åta sig.

Att använda denna typ av finansieringskällor är ett bra sätt att diversifiera finansieringen och optimera kapitalstrukturen. Detta är både viktigt och fördelaktigt vid finansiering av fastigheter då fastigheter genererar en relativt låg avkastning men samtidigt stabila och säkra kassaflöden och därför passar mycket bra att finansiera på dessa sätt.

Efterfrågan på att investera i preferensaktier och obligationer har visat sig vara stark och investerarna har visat intresse på att större volymer emitteras. Dessa värdepapper erbjuder en bra riskjusterad avkastning och i tider med låga räntenivåer och osäkra utsikter för börsbolagen har många investerare sökt sig till denna typ av investeringar vars värde påverkas mer av ränteläget än av dem underliggande bolagens tillväxt.

Det kan fastställas att alternativa finansieringssätt kommer att bli vanligare i framtiden och att utvecklingen kommer att gå mer mot marknadsförhållandena utomlands där denna typ av finansiering är mer vanliga. Detta påstående förstärks av att under slutskedet med arbetet av denna uppsats så har även Fastpartner valt att emittera preferensaktier vilket inte har kunnat undersökas närmare inom ramen för denna uppsats.

Vidare vore det önskvärt att kvantitativt jämföra finansieringskostnaderna samt avkastningen för dessa olika värdepapper men det har inte varit möjligt då merparten av de aktuella obligationerna genererar rörliga ränteutbetalningar där kassaflödena inte går att förutse.

Det vore även intressant att jämföra skillnader i avkastning och risk för obligationer kontra preferensaktier i dessa specifika bolag vilket inte heller varit möjligt på grund av att merparten av de aktuella obligationerna genererar rörliga ränteutbetalningar.

Ett annat område som skulle vara intressant att undersöka är hur alternativ finansiering som preferensaktier och obligationer påverkar ett företags direktavkastningskrav samt viktade kapitalkostnad.

Källhänvisning

Tryckta

Balder Fastighets AB, (2012), *Årsredovisning 2012*, Årsredovisning

Barr D., (2011), *Den svenskaföretagsobligationsmarknaden - En förstudie*, Svenskt Näringsliv

Benson P., (2012), *Preferensaktier - ulvar i fårakläder*, Aktiespararen, nr 11

Corem Property Group, (2012), *Årsredovisning 2012*, Årsredovisning

Jönsson A., (2011), *Finlira med räntan*, Affärsvärlden

Klövern, *Årsredovisning 2012*, Årsredovisning

Leimdörfer, (2011), *Tapping new sources – will alternative property financing close the gap?*, Analysartikel

Sagax, *Årsredovisning 2012*, Årsredovisning

Sveriges Riksbank, (2012), *Finansiell stabilitet 2012:1*, Analysartikel

Sveriges Riksbank, (2012), *Finansiell stabilitet 2012:2*, Analysartikel

Webbaserade

Aktier och fonder, ”Obligationer”

<http://www.aktierochfonder.se/obligationer/> (2013-02-01)

Aktiesite.se, 2013, ”Swap”

<http://www.aktiesite.se/sv-SE/article/swap/> (2013-04-24)

Aktieskolan.se, ”Olika typer av aktier”

<http://www.aktieskolan.se/pages/olikaaktier.php?select=aktieskola> (2013-02-01)

Aktiespararna, ”Spara i obligationer”

<http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Utbildning/Spara/Obligationer/> (2013-04-21)

Alltommarknaden.se, ”Mortgage Backed Securities”

<http://www.alltommarknaden.se/finanslexikon-mortgage-backed-securities-mbs.php> (2013-02-01)

Sjätte Ap-fonden, ”Ordlista”

<http://www.apfond6.se/sv/Kommunikation/Ordlista> (2013-05-01)

Bolagsverket, 2012, ”Teckningsoptioner”

<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/aktiekapitalet2/options> (2013-02-01)

Dokumera, ”Vinstandelslån”

<http://www.dokumera.se/ordlista/Vinstandelsl%C3%A5n.html> (2013-03-30)

Ekonomifakta, 2008, ”Vad är finanskrisen?”

<http://www.ekonomifakta.se/sv/Artiklar/2008/Oktober/Vad-ar-finanskrisen/> (2013-02-01)

Finansiering, ”Vad är en privat REIT?”

<http://finansiering.gmaango.com/vad-ar-en-privat-reit.html> (2013-02-01)

Finansväsen, ”Vad är en REIT Index Fund?”

<http://finansvasen.nutdanske.com/2012/04/26/vad-ar-en-reit-index-fund/> (2013-02-01)

Investera, 2010, ”Investera i fastigheter”

<http://www.investera.nu/investera-i-fastigheter> (2013-04-10)

Leox Corporate Finance, ”Konvertibelskola”

http://www.emissionsportalen.se/Content/pdf/Konvertibelskolan_original.pdf (2013-03-01)

NE, ”Förlagslån”

<http://www.ne.se/f%C3%B6rlagsl%C3%A5n> (2013-03-01)

Nyemissioner.se, 2013, ”Hur preferensaktier fungerar”

http://www.nyemissioner.se/nyhet/hur_preferensaktier_fungerar/136 (2013-04-21)

Onlinekatalogen, ”Typer av mezzaninefinansiering tillgänglig för kommersiella fastighetsägare”

<http://www.directpagerank.com/typer-av-mezzanine-finansiering-tillgangliga-for-kommersiella-fastighetsagarna.html> (2013-03-21)

Placera.nu, 2012, ”Stort sug efter preferensaktier”

https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=235266 (2013-04-08)

Skatteverket, 2013, ”Konvertibler i svenska kronor”

<http://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapperforsakringar/aktiermm/konvertibler.4.233f91f71260075abe8800023112.html> (2013-02-01)

Skatteverket, 2013, ”Teckningsoptioner”

<http://www.skatteverket.se/privat/skatter/arbeteinkomst/formaner/incitamentsprogram/teckningsoptioner.4.69ef368911e1304a625800018214.html> (2013-03-11)

SEB, ”Förlagslån”

<http://webapp.sebgroup.com/dop/produktportal.nsf/FormWebProductInput/30FA587815178284C1256A34004C4BA7?OpenDocument> (2013-04-21)

Utrikesministeriet, 2012, ”Den ekonomiska krisen i Europa – bakgrund och förlopp”

<http://www.eurooppatiedotus.fi/public/default.aspx?contentid=242612&nodeid=37760&culture=sv-FI#.USIBqVp7hW0> (2013-01-29)

Intervjuer

Intervju med Eva Landén, Corem Property Group, 2013-04-09

Intervju med David Mindus, Sagax, 2013-04-15

Intervju med Rutger Arnhult, Klöver, 2013-04-29

Intervju med Erik Selin, Fastighets AB Balder, 2013-05-02

Bilaga 1

Intervjufrågor fastighetsbolag

- Har ni sett någon trend i finansieringen av fastigheter före respektive efter subprimekrisen? Hur ser trenden ut?
- Hur har Er kapitalstruktur förändrats de senaste åren? Varför?
- Hur ser den optimala kapitalstrukturen ut för er?
- Vilket är ert vanligaste finansieringsalternativ efter banklån?
- Vilka finansieringsalternativ anser ni vara intressanta och varför?
- I vilka lägen är det att föredra preferensaktier respektive obligationer?
- Vilka för- och nackdelar ser ni med preferensaktier resp. obligationer?
- Hur mycket kostar det att emittera respektive finansieringsform?
- Vad ser du för för- respektive nackdelar med att använda alternativ finansiering utifrån olika aktörers perspektiv såsom; fastighetsägare, bank samt investerare?
- Av vilka anledningar vill ni ha flera olika finansieringskällor?
- Vilken finansieringsform har högst prioritet vid varje finansieringstidpunkt? Vilken har näst högst? Etc etc. (Pecking order theory)
- Vilka faktorer tittar ni på när ni ska välja räntebindningstid?
- Hur hanterar ni refinansieringsrisken?
- Hur planerar ni att refinansiera framtida förfall av krediter?
- Ser du några andra typer av finansieringslösningar att föredra?
- Är obligationer med korta löptider intressanta, dvs certifikat?
- Jobbar ni med olika derivat (t ex ränteswappar)?
- Lånar ni i utländska valutor (t ex euro)?
- Hur ser framtidsutsikterna ut för obligationer samt preferensaktier?
- Vilka har investerat i era obligationer?

Bilaga 2

Intervjufrågor Robur Realinvest

- Vad anser ni om preferensaktier som investeringsobjekt?
- Av vilka anledningar har ni investerat i Sagx, Corems, Klöverns samt Balders preferensaktier?
- Hur ser ni på förhållandet mellan avkastning och risk i preferensaktier för ovan nämnda bolag?
- Hur ser ni på förhållandet mellan avkastning och risk i obligationer för nämnda bolag? Hur skiljer det sig jämfört med preferensaktier?
- Om ni hade haft möjlighet att investera i obligationer i nämnda bolag hade det varit ett intressant alternativ/komplement till preferensaktier?
- Kan ni tänka er att öka ert innehav av preferensaktier i nämnda bolag?
- Kan ni tänka er att investera i preferensaktier i andra bolag? Skulle ni vilja att fler fastighetsbolag emitterade preferensaktier?
- Vad tror ni om preferensaktiers framtid som investeringsobjekt?