



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

# Applicering av obligationsfinansiering i börsnoterade fastighetsbolag

- En kvalitativ studie av säkerställda obligationer

Carl Brättemark & Carl Stuchly

8 januari, 2015

Kandidatuppsats

Företagsekonomi, Industrial & Financial Management

Handledare: Conny Overland

## **Abstract**

### **Summary:**

New rules for bank capital adequacy were introduced in 2013. This caused a change in funding of real estate companies. The bank could not cover as much of the companies' funding as before and they had to explore other funding opportunities, such as bonds. Bond funding in Swedish real estate companies regularly consists of unsecured corporate bonds and the secured ones are not that common. In order to cover the gap created by the bank funded parts of the companies' capital; issuances of secured corporate bonds have to increase. Drawing from the aforementioned, this study has investigated the underlying reasons to why the secured bonds are not issued to a greater extent.

The intent of the study is to increase the knowledge of how real estate companies consider whether to use unsecured or secured bonds. Further, the study is based on a deductive approach where existing theory is compared to the collected empirical facts, this to reach a conclusion. A qualitative approach has been used to create a detailed and narrow perspective of the problem formulation. Previous research has been conducted within the field of study but can only be related to the actual pricing of covered bonds, while this study presents the underlying reasons to why the attention for the product is low. Delimitations have been made to center the study around listed real estate companies with partly bond funding structures. The theoretical framework describes the theories applied to analyze the empirical facts.

Our empirical evidence shows that real estate companies opt for unsecured over secured bonds. The Swedish corporate bond market is not considered to be sufficiently developed due to the great tradition of bank funding. The respondents indicate that it is considered difficult to issue a secured bond, which inhibits growth. Moreover, they clarify that the price disparity between the two options is too slight for real estate companies to include an underlying collateral in the bond. Finally, today bank funding is too good competitively priced and this is perceived as the main reason as to why the issuing of secured bonds is so low, which also is our conclusion.

<b>Title:</b>	The application of bond funding in listed real estate companies – A qualitative study of secured bonds
<b>Course:</b>	Bachelor Thesis – Business Administration, Industrial & Financial Management
<b>Authors:</b>	Carl Brättemark & Carl Stuchly
<b>Thesis Supervisor:</b>	Conny Overland
<b>Research question:</b>	Which are the reasons to why secured bonds in listed Swedish real estate companies not are issued to a greater extent in comparison to unsecured bonds?
<b>Purpose:</b>	The aim of the thesis is to increase the knowledge about the underlying causes of the Swedish real estate companies' deliberation on bond funding. It is the thesis aim to strengthen the knowledge of the reason why secured bonds not are issued to a greater extent among Swedish listed real estate companies.
<b>Target group:</b>	Swedish listed real estate companies, which partly use bond funding.
<b>Theoretical perspectives:</b>	The theoretical framework consists of Real Options, Classification, Information Asymmetry, Transaction Costs and Opportunity Cost.
<b>Methodology:</b>	The study includes a qualitative approach; empirical facts are collected through interviews.
<b>Keywords:</b>	Real Estate Companies, Secured Bonds, Unsecured Bonds, Real Options, Classification, Information Asymmetry, Transaction Costs, Opportunity Cost.

## **Abstrakt**

### **Sammanfattning:**

Nya regler kring bankernas kapitaltäckning infördes 2013. Detta innebar en förändring för de svenska fastighetsbolagens finansiering. Bankfinansiering kunde inte täcka lika stor del av bolagens belåning som tidigare vilket tvingade dem att hitta andra finansieringslösningar, till exempel obligationer. Obligationsfinansieringen består till största del av de icke-säkerställda företagsobligationer medan de säkerställda endast utgör en liten del. För att täcka den lucka som bankfinansieringen lämnat efter sig måste emitteringen av säkerställda obligationer öka. Mot denna bakgrund har vi i uppsatsen undersökt vilka de bakomliggande orsakerna är till varför säkerställda obligationer inte emitteras i större utsträckning.

Intentionen har varit att öka förståelsen kring hur fastighetsbolag resonerar vid obligationsfinansiering samt dess tankar kring valet att säkerställa eller icke-säkerställa obligationer. Genom att använda en deduktiv ansats där intervjuer har varit vår exklusiva källa till empirisk data, har vi ämnat att nå en slutsats. Vårt kvalitativa tillvägagångssätt har använts för att skapa ett detaljerat och ingående perspektiv på problemformuleringen. Tidigare forskning inom området kan endast relateras till den faktiska prissättningen av säkerställda obligationer medan vi i denna studie istället lägger fokus på de bakomliggande anledningar till varför intresset för produkten inte är stort. Avgränsningarna som gjorts har lett till att uppsatsen omfattar börsnoterade fastighetsbolag som i sin finansiering delvis använder obligationer.

Genom att ha använt relevanta teoretiska ramverk i studien har vi kunnat analysera det empiriska materialet genomgående. Den empiriska delen visar att fastighetsbolag resonerar olika kring säkerställning av obligationer. Den svenska företagsobligationsmarknaden anses inte vara tillräckligt utvecklad på grund av att bankfinansiering traditionellt sett varit stor. Respondenterna pekar på att det anses krångligt att emittera en säkerställd obligation vilket hämmar ökningen. De påpekar även att prisskillnaden mellan de två alternativen är för liten för att de som fastighetsbolag ska vara villiga att inkludera en underliggande säkerhetsmassa. Avslutningsvis ses dock den största anledningen vara att bankfinansiering är så pass bra konkurrensmässigt i dagsläget, vilket är vår slutsats.

<b>Titel:</b>	Applicering av obligationsfinansiering i börsnoterade fastighetsbolag – En kvalitativ studie av säkerställda obligationer
<b>Kurs:</b>	Kandidatuppsats – Företagsekonomi Industrial & Financial Management
<b>Författare:</b>	Carl Brättemark & Carl Stuchly
<b>Handledare:</b>	Conny Overland
<b>Forskningsfrågor:</b>	Vilka orsaker ligger till grund för att säkerställda obligationer inte emitteras i större utsträckning i jämförelse med icke-säkerställda obligationer i börsnoterade svenska fastighetsbolag?
<b>Syfte:</b>	Syftet med uppsatsen är att öka kunskapen om bakomliggande orsaker i svenska fastighetsbolags resonemang kring obligationsfinansiering. Det är uppsatsens syfte att stärka vetskapen till anledningen varför säkerställda obligationer inte emitteras i större utsträckning bland svenska noterade fastighetsbolag.
<b>Målgrupp:</b>	Svenska börsnoterade fastighetsbolag vars finansiering delvis består av obligationer.
<b>Teoretiska perspektiv:</b>	Den teoretiska referensramen består av Real Optioner, Klassificering, Informationsasymmetri, Transaktionskostnad samt Alternativkostnad.
<b>Metod:</b>	Uppsatsen är av kvalitativ art där empirisk data är insamlad genom intervjuer.
<b>Nyckelord:</b>	Fastighetsbolag, Säkerställda Obligationer, Icke-säkerställda Obligationer, Real Optioner, Klassificering, Informationsasymmetri, Transaktionskostnader, Alternativkostnad.

## **Förord**

Vi vill rikta ett stort tack till de personer som bidragit till genomförandet av denna uppsats. Till att börja med vill vi rikta ett stort tack till vår handledare Conny Overland som guidat oss genom arbetes gång och bidragit med synpunkter, tankvärda idéer och stöd. Utöver detta vill vi tacka samtliga respondenter som gjort uppsatsen möjlig. Skrivandet av denna uppsats har varit både lärorikt och intressant, vi hoppas även att läsaren finner ämnet vi valt beaktansvärt.

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Göteborg, januari 2015

---

Carl Brättemark

---

Carl Stuchly

# Innehållsförteckning

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 BAKGRUND OCH PROBLEMDISKUSSION .....	1
1.2 SYFTE OCH FORSKNINGSFRÅGA .....	4
1.3 BIDRAG OCH RELEVANS .....	4
1.4 AVGRÄNSNINGAR .....	5
1.5 DEFINITIONER .....	5
1.5.1 MTN-Program .....	5
1.6 DISPOSITION .....	6
<b>2. METOD</b> .....	<b>7</b>
2.1 VAL AV METOD OCH ANGREPPSSÄTT .....	7
2.2 INTERVJUMETOD .....	7
2.3 VAL AV RESPONDENTER .....	8
2.4 INTERVJUGUIDE .....	10
2.5 METODKRITIK .....	11
2.6 VALIDITET & RELIABILITET .....	12
2.7 URVAL AV DATA .....	13
2.8 ÖVERSIKT METODANSATS .....	14
<b>3. TEORETISK REFERENS RAM</b> .....	<b>15</b>
3.1 PRIS .....	15
3.1.1 Klassificering .....	15
3.1.2 Informationsasymmetri .....	17
3.1.3 Alternativkostnader .....	18
3.2 TRANSAKTIONS KOSTNADER .....	19
3.3 FINANSIERINGSSTRATEGI .....	20
<b>4. EMPIRI</b> .....	<b>23</b>
4.1 RESPONDERANDE FASTIGHETS BOLAG - INFORMATION OCH FINANSIERING .....	23
4.1.1 Fastighetsbolag A .....	23
4.1.2 Fastighetsbolag B .....	23
4.1.3 Fastighetsbolag C .....	24
4.1.4 Fastighetsbolag D .....	24
4.1.5 Respondent E .....	25
4.2 BOLAGSEMPIRI .....	25
4.2.1 Pris .....	25
4.2.1.1 Klassificering .....	25
4.2.1.2 Informationsasymmetri .....	26
4.2.1.3 Alternativkostnad .....	27
4.2.2 Transaktionskostnader .....	28
4.2.3 Finansieringsstrategi .....	29
<b>5. ANALYS</b> .....	<b>31</b>
5.1 PRIS .....	31
5.1.1 Klassificering .....	31
5.1.2 Informationsasymmetri .....	32
5.1.3 Alternativkostnad .....	33
5.2 TRANSAKTIONS KOSTNADER .....	34
5.3 FINANSIERINGSSTRATEGI .....	36
<b>6. SLUTSATS</b> .....	<b>38</b>
6.1 EMPIRISKT OCH TEORETISKT BIDRAG .....	38
6.2 ÖVERORDNADE IMPLIKATIONER .....	39
<b>7. REFERENSER</b> .....	<b>41</b>
7.1 TRYCKTA KÄLLOR .....	41
7.2 INTERNETKÄLLOR .....	42





# 1. Inledning

---

*Avsnittet behandlar introduktionen till uppsatsens ämne. Essentiellt belyses bakgrunden i kombination med problemdiskussion för att skapa relevans och tidsenlighet. Senare presenteras uppsatsens utgångspunkter i form av syfte och frågeställning, bidrag och relevans, avgränsningar samt uppsatsdisposition.*

---

## 1.1 Bakgrund och problemdiskussion

Att det är bostadsbrist i Sverige slår Hyresgästföreningen fast i sin rapport *"Ett land fullt av bostadsköer"* (Hagetoft, 2014). I denna alarmerande rapport klarläggs detta problem med fakta som påvisar att 86 procent av Sveriges kommuner har brist på hyresrätter, vilket är en ökning med 12 procent sedan år 2011. Problemet illustreras ytterligare med att kötiden för en hyreslägenhet med ett rum och kök i genomsnitt är 32 månader och kötiden för en lägenhet med fyra rum och kök är tre och ett halvt år. Vidare har Hyresgästföreningen skapat en kampanj som syftar till att belysa bostadsbristen och sätta press på landets politiker att skapa nya bostäder (Hagetoft, 2014). Det skandinaviska byggbolaget Veidekke belyser problematiken ytterligare i sin rapport *"Bostadsägarlandet"* (2014) där de pekar på att Sverige har det lägsta bostadsbyggandet av samtliga länder i Norden.

Fastighetsbolagen har sedan det att kraven på bankerna höjts tvingats hitta andra finansieringssätt. Sedan finanskrisen 2008 har kapitaltäckningskraven för bankerna blivit högre och sin tur lett fram till ett nytt omfattande regelverk, Basel III, som infördes 2013. Regelverket syftar till att öka bankens förmåga att stå emot förluster och samtidigt minska risken för en ny finansiell kris. Reglerna kring vad som får räknas in i kapitalet samt reglerna för beräkning av riskfyllda tillgångar har skärpts (Riksbanken, 2014). Den svenska fastighetsmarknaden är klassificerad som en kapitalintensiv marknad med hög belåningsgrad. Följaktligen leder detta till att det är fördelaktigt att besitta en genomtänkt och gynnsam finansiell struktur. Traditionellt sett har fastighetsbolag i hög grad förlitat sig på banklån. För fastighetsbolagen innebär kapitaltäckningskraven i praktiken att deras bankfinansiering inte kan täcka lika stor del som tidigare och denna mellanskillnad i finansieringen måste ersättas genom annan finansiering, exempelvis obligationer (Fastighetstidningen, 2013).

En obligation är i grund och botten ett räntebärande skuldebrev. Detta ställer krav på utställaren att återbetala investeraren den summa som är inlånad samt ränta för den specifika perioden. Vanligtvis är en obligation specificerad efter en förfalldag i kombination med att ränta betalas ut varje år under förutsättning att obligationens utställare inte går i konkurs. Det finns möjlighet att säkra företagsobligationer vid emission genom att använda underliggande tillgångar som säkerhet. Denna säkerhet kan exempelvis vara en fastighet, vilken säkras genom ett pantbrev. Värdeskapande för en investerare i en sådan obligation är att denna typ av säkerhet möjliggör alternativet att sälja av de underliggande tillgångarna, om det saknas kapital för att bli utlöst. Detta är dock relativt ovanligt men vid eventuellt förfarande rekonstrueras det obligationsutställande bolaget och avyttring av tillgångar sker tills dess att skulden är reglerad. (Fabozzi, 2009).

På flertalet punkter är säkerställda obligationer i jämförelse med vanliga obligationer lika men det finns vissa karaktärsdrag som är specifika för obligationsformen. I båda fallen gäller att när den fasta löptiden är avräknad betalas det nominella beloppet tillbaka. Säkerställda obligationer är justerade i svensk lagstiftning vilket övriga obligationer inte är på samma sätt. Dessa förhåller sig istället till avtalade preferenser mellan obligationstagaren och utställaren. På grund av att lagstiftningen skiljer sig mellan olika länder är förutsättningarna för säkerställda obligationer skilda (Sandström et al., 2013).

Inom EU-zonen har lag för säkerställda obligationer konstruerats för länder att förhålla sig inom. Säkerställda obligationer särskiljer sig genom att investeraren har anspråk på utställaren och dess tillgångar. Vid en eventuell konkurs hos obligationsutställaren har alltså investeraren förhandsrätt till återbetalning, då investeringen är säkrad i utställarens tillgångar. Svensk lag kring säkerställda obligationer specificerar vilka tillgångar som är godkända att använda som säkerhet samt hur tillgångarna får vara kombinerade (Sandström et al., 2013). Viktigt att även belysa är att säkerheten i tillgångarna är rörlig, den tillgång som inte möter kraven behöver i så fall bytas ut mot andra som gör det. Obligationsutställaren erhåller under obligationens löptid tillgångarna och dess kreditrisk på sin balansräkning i jämfört med annan finansiering där tillgångarna kan flyttas bort från balansräkningen. Detta påvisar att utställaren blir beroende och därmed noggrann med att

kreditriskbedömningen är korrekt, vilket skapar värde för investeraren i sin säkerhetsbedömning. På grund av att investeraren genom den säkerställda obligationen gör anspråk på obligationsutställaren och dess underliggande tillgångar är risken mindre. I och med att risken blir mindre sjunker samtidigt räntan för investeraren och avkastningen blir således mindre (Sandström et al., 2013).

Den svenska marknaden för säkerställda obligationer har sedan år 2003, då lagen (2003:1223) om rätten att ge ut säkerställda obligationer trädde i kraft, vuxit kraftigt. Marknaden i Sverige är klassificerad som världens femte största, oberoende av underliggande tillgång. 2013 var den totala summan säkerställda obligationer oberoende av bransch 1 940 miljarder kronor, vilket motsvarar cirka hälften av Sveriges BNP (Sandström et al., 2013).

Detta till trots är marknaden för säkerställda obligationer i fastighetsbranschen förhållandevis liten. Den totala emissionsvolymen av obligationer från fastighetsbolag, oavsett ägarstruktur, uppgick år 2013 till 33 miljarder kronor (Klövern, 2014). Catella Corporate Finance publicerade siffror år 2012 där 7,8 miljarder kronor återspeglade den totala volymen av emissioner bland noterade fastighetsbolag i Sverige. Av denna summa relateras 5,1 miljarder kronor till obligationer utan säkerhet. Detta betyder att den största delen av utställda obligationer saknar säkerhet. Anders Palmgren, vid denna tidpunkt rådgivare på Catella, menade att fastighetssektorn behövde ny-finansieras med uppemot 50 miljarder kronor per år. Vidare påvisar han att de icke-säkerställda obligationerna inte täcker hela behovet och menar att den säkerställda andelen måste växa om den finansiering som tidigare bestod av kapital från banken ska kunna ersättas (Fastighetstidningen, 2013).

Ur ett samhällsperspektiv är problemet att Sverige har en ökande bostadsbrist. Som nämndes inledningsvis ökar bristen för varje år som går och produktionen av bostäder är lägst i Norden. Detta är ett problem som inte går att lösa genom en enstaka förändring då frågan i sig är komplex. Fastighetsbolagen är en del av problemet men kanske också en del av lösningen. Om de hämmas av att inte nå tillräckligt med finansiering leder det till att de inte kan expandera i den takt de potentiellt kan. Fortsättningsvis betyder det i praktiken att de skapas färre nya boenden än vad som hade gjorts om de lyckats nå en tillfredsställande finansieringsnivå. De icke-

säkerställda obligationerna utgör inte tillräckligt stor del för att täcka den finansierings del som tidigare bestod av bankfinansiering. För att fastighetsbolagen ska kunna vara en del av lösningen av den rådande bostadsbristen måste emittering av de säkerställda obligationerna öka i större utsträckning enligt den information som går att tillskansa sig. Man har tidigare trott på en stor ökning av denna typ av finansiering men den har uteblivit. Vår studie har för avsikt att öka kunskapen kring de bakomliggande orsakerna till varför säkerställda obligationer inte emitteras av noterade fastighetsbolag i större utsträckning.

### **1.2 Syfte och forskningsfråga**

Baserat på vad som presenterats i bakgrund och problemdiskussion, är det tydligt att finansiering är stor del av fastighetsbolagens arbete för att minska sina kostnader. Syftet med uppsatsen är att öka kunskapen om bakomliggande orsaker i svenska börsnoterade fastighetsbolags resonemang kring obligationsfinansiering. På grund av att en kvalitativ studie inte tidigare presenterats inom området; har vi formulerat följande forskningsfråga:

- Vilka orsaker ligger till grund för att säkerställda obligationer inte emitteras i större utsträckning i jämförelse med icke-säkerställda obligationer i börsnoterade svenska fastighetsbolag?

### **1.3 Bidrag och relevans**

Genom att besvara uppsatsens syfte och frågeställning vill vi skapa en ökad förståelse för hur fastighetsbolags ser på emittering av obligationer och deras resonemang kring valet av att säkerställa dem eller inte. Vår förhoppning med uppsatsen är att den ska bidra med att generera en diskussion samt underlag för fortsatta studier på området. En uppsats besläktad med vår har gjorts på Kungliga Tekniska Högskola av Simon Nylander och Henrik Borg 2014. Uppsatsen är på mastersnivå och behandlar hur prissättningen av obligationer går till där de bland annat jämför säkerställda och icke-säkerställda obligationer. Vi finner det intressant att gå djupare in på varför emitteringen av säkerställda obligationer fortfarande är så pass låg då det är en fråga som inte svarats på tidigare.

Fortsättningsvis ställs uppsatsen i relation till den information som finns att tillgå kring alternativ finansiering för börsnoterade fastighetsbolag. Specifikt är det för oss aktuellt att undersöka hur fastighetsbolag förhåller sig till möjligheterna att emittera säkerställda obligationer. Avslutningsvis är vår förhoppning att göra uppsatsen aktuell genom att länka samman synvinklar från olika aktörer inom branschen.

#### **1.4 Avgränsningar**

Grundpelaren i uppsatsen är att fokusera på alternativ finansiering hos svenska börsnoterade fastighetsbolag. I urvalet har vi valt att avgränsa oss till svenska börsnoterade fastighetsbolag som använder sig av finansiering genom obligationslån. Uppsatsen kommer inte att omfatta andra finansieringssätt som till exempel preferensaktier, jämförelser mellan obligationer och banklån kommer dock att göras. Anledningen är på grund av att det i denna studie är intressant att undersöka skillnader i användningen av olika obligationsstrukturer. Då obligationer i fastighetsfinansiering är banklånens rimliga substitut anses det väsentligt att kunna göra jämförelse mellan dessa två i studien.

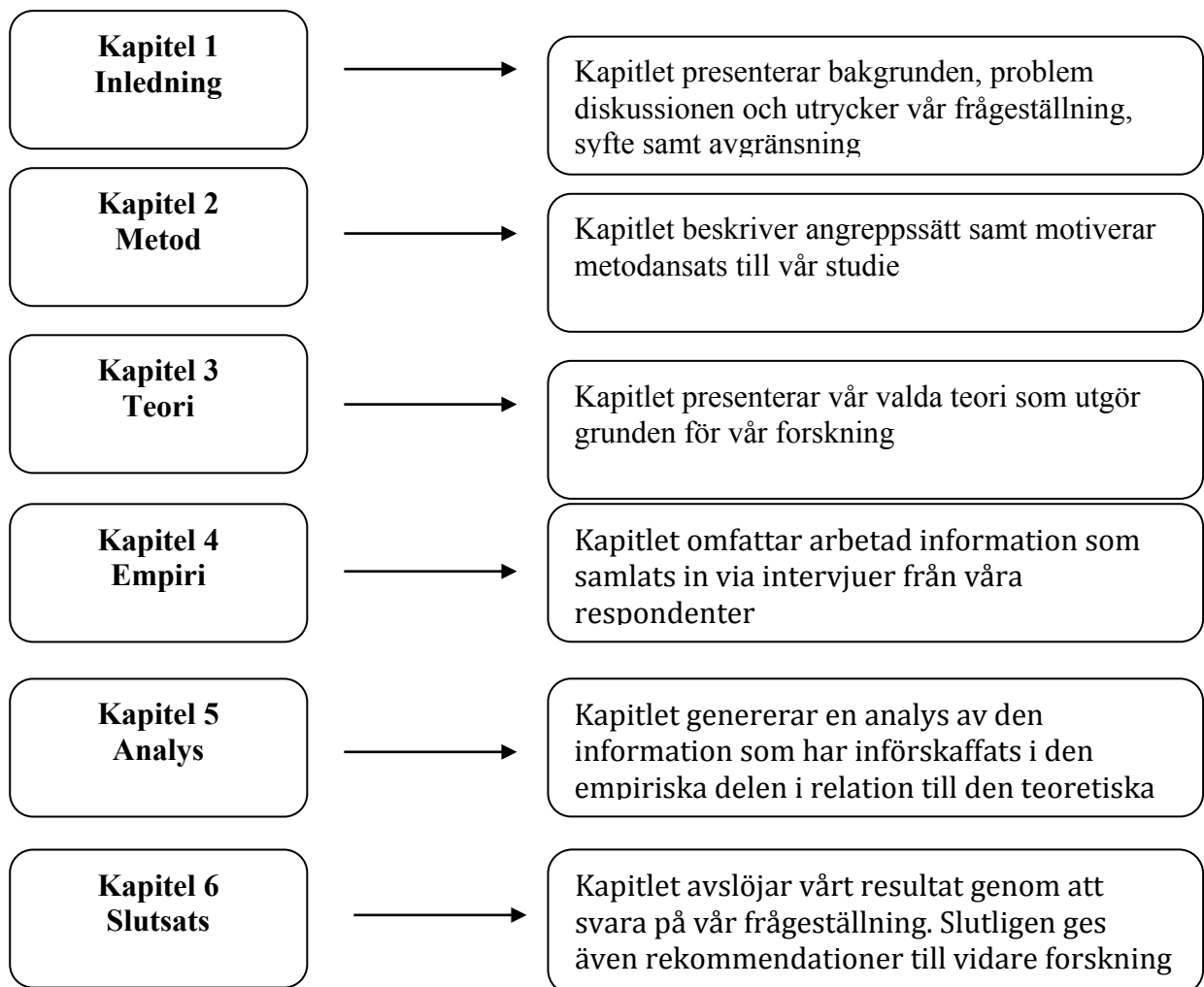
Uppsatsen kommer inte att ha som syfte att presentera en lösning på hur fastighetsbolag bör hantera frågan, då detta inte är relaterat till forskningsfrågan. Istället kommer de bakomliggande orsaker som ligger till grund till varför man väljer att emittera icke-säkerställda obligationer till förmån av säkerställda obligationer att undersökas.

#### **1.5 Definitioner**

##### **1.5.1 MTN-Program**

MTN är förkortningen till Medium Term Note. Ett MTN-program består av okonventionella obligationer med en löptid som vanligtvis sträcker sig mellan fem och tio år. Till skillnad från andra obligationer som utfärdas på en gång utfärdas dessa kontinuerligt. MTN-obligationer skiljer sig ytterligare från andra obligationer på så sätt att de inte säljs på traditionella börser utan genom MTN-mäkleri som säljer utan att ha som skyldighet gentemot emittenten att sälja en viss mängd. (Farlex Financial Dictionary, 2012)

## 1.6 Disposition



## 2. Metod

---

*Avsnittet behandlar vår ansats till metod samt tillvägagångsätt vid insamling och behandling av data. Vidare klargör vi även studiens trovärdighet och tillförlitlighet.*

---

### 2.1 Val av metod och angreppssätt

Vid uppsatsskrivning inom företagsekonomi är det företrädesvis två metodansatser som är rådande: deduktiv och induktiv ansats (Jacobsen (2007)). Uppsatsen har en deduktiv ansats och detta innebär att redan existerande teori fungerar som huvudsaklig utgångspunkt, vilket i senare skede jämförs med det empiriska materialet. (Bryman & Bell, 2007).

Kvalitativa studier är byggda utifrån att aktörer, som är relevanta för området, blir intervjuade och berättar om hur de uppfattar sin omvärld. Syftet med detta är att skapa en bild och förståelse för hur den aktuella marknaden fungerar (Bryman & Bell, 2007). Vi valde denna metod då vi ansåg att den passade bra med tanke på uppsatsens syfte och problemformulering. Vidare kan sägas att kvalitativ data går djupare in på ämnet än vad kvantitativ data gör (Bryman & Bell, 2007) och detta motiverade ytterligare vårt val av metod.

### 2.2 Intervjumetod

Den metod vi valde för insamling av empiriskt material är samtalsintervjuer. Denna typ av metod var fördelaktig då den är beredd på oväntade svar och möjliggör uppföljning i form av följdfrågor. Samtalsintervjuer samlar upp information som hade kunnat gå förlorad vid exempelvis en enkätundersökning och ger svar som är mer ingående vilket kan underlätta i vår analys. (Esaïsson et al., 2007) Intervjuguiden var skapad utifrån uppsatsens syfte och problemformulering. Intervjuerna skedde via telefonkontakt samt genom möten och är inspelade med intervjupersonens godkännande. Anledningen till att spela in samtalen var dels för att kunna fokusera och delta i intervjun på ett aktivt sätt, och dels för att undvika risken gå minste om viktig information. (Bryman & Bell, 2007) Inspelningarna transkriberades med syftet att reducera risken att förbise viktig information. Att transkribera är fördelaktigt på grund av det bidrar till en mer kvalitativ analys i och med att det hjälper författaren ta del av allt som har sagts och inte endast det som man minns (Heritage, 1984).

Innan intervjuerna genomfördes erbjöds respondenterna att ta del av intervjufrågorna, varav tre av fem önskade detta. Intervjuerna genererade relevant empiriskt material och även de intervjuobjekt som inte hade tagit del av frågorna innan kunde lämna relevanta svar. För vår del var det önskvärt att skicka frågorna på förhand med anledning av att öka relevansen i svaren. Skälet till att vi fick relevant empiriskt material av de som inte erhöll frågorna på förhand beror antagligen på intervjuobjektens generellt goda kunskap inom området. Intervjuerna varade i cirka 30 minuter.

Intervjumetoden som i huvudsak användes var den semistrukturerade intervjun. Detta innebär att intervjuaren har en rad frågor som följer en förbestämd ordning kombinerat med att utrymme lämnas för att ställa oplanerade följdfrågor. Vidare finns den närliggande intervjumetoden, den ostrukturerade intervjun. Skillnaden mellan dessa är i huvudsak att den ostrukturerade intervjun är mer informell och kan liknas vid en konversation eller dialog där frågornas ordning kan variera (Bryman & Bell 2007). Intervjun med Respondent E utfördes med en ostrukturerad metod där respondenten talade allmänt kring ämnet och författarna ställde frågor under intervjuns gång. Att vara två intervjuare kan skapa en mer informell atmosfär i jämförelse om det endast är en intervju med två personer inblandade. Vidare kan två intervjuare vara mer tidskrävande (Bryman & Bell 2007). Vi gjorde dock bedömningen att båda författarnas medverkande under intervjuerna var betydelsefullt för att så relevant information som möjligt skulle nås.

### **2.3 Val av respondenter**

Vid val av fastighetsbolag gjordes en utgallring utifrån följande punkter:

- Fastighetsbolaget är börsnoterat.

*Detta innebar således att bolag som inte är börsnoterade valdes bort. Totalt antal börsnoterade fastighetsbolag i Sverige är 20 stycken (Affärsvärlden, 2014).*

- Fastighetsbolagets finansiering består delvis av obligationer.

*Aktörer som inte emitterat säkerställda eller icke-säkerställda obligationer försvann från övervägande. Av de 20 börsnoterade fastighetsbolagen är det fem stycken som ej har obligationsfinansiering (Affärsvärlden, 2014).*



- Fastighetsbolag som emitterat säkerställda obligationer och fastighetsbolag som emitterat icke-säkerställda obligationer.

*Målet var att intervjua minst två respondenter från respektive kategori och detta uppfylldes. Av de 15 bolag som använder sig av obligationsfinansiering är det fyra som använder sig av säkerställda och elva av icke-säkerställda.*

Val av bolag grundade sig i att nå spridning och bredd inom det specifika området. Detta innebar att goda förutsättningar skapades för att få relevant empirisk information med avseende till uppsatsens syfte och frågeställning.

Vi mailade sex fastighetsbolag som uppfyllde kraven. Valen av de personer som intervjuats har grundat sig på antingen externa rekommendationer eller via hänvisningar från personer inom fastighetsbolagen. Genom att tydligt presentera studiens syfte i den initiala mailkontakten blev vi hänvisade till personer som varit lämpliga för att göra intervjuerna, bland annat tre finanschefer. Alla kontaktade fastighetsbolag har inte kunnat ställa upp, men målet med att intervjua minst två respondenter från respektive kategori uppfylldes. Då flera av respondenterna föredrog att behålla sin anonymitet valde vi att hålla samtliga anonyma. Nedan ges respektive respondent en betäckning som återkommer i uppsatsens empiri och analys:

Respondent A, Chief Financial Officer, *Fastighetsbolag A* - Säkerställd

Respondent B, Chief Financial Officer, *Fastighetsbolag B* - Icke säkerställd

Respondent C, Treasury Analyst, *Fastighetsbolag C* - Icke säkerställd

Respondent D, Chief Financial Officer, *Fastighetsbolag D* - Säkerställd

Respondent E, Tidigare Head of Corporate Finance, *Anonymt bolag*

Det var av vikt att komma i kontakt med personer med god erfarenhet och förståelse kring området. Utöver involverade personer på fastighetsbolag som emitterar obligationer har vi talat med Respondent E. Han var tidigare Head of Corporate Finance på *Anonymt bolag*, vilka var anlitate som rådgivare åt ett fastighetsbolag när de emitterade en säkerställd obligation. Avsikten med intervjuerna var att skapa en klar och neutral bild av hur fastighetsbolag har resonerat vid utställning av obligationer; skäl till att säkerställa och skäl till att inte säkerställa obligationer.

## 2.4 Intervjuguide

Innan genomförandet av intervjuerna skapades en intervjuguide att utgå ifrån. Inledningen består av fyra allmänna frågor som därefter övergår till frågor som är mer specifika för uppsatsens tema (Esaïsson et al., 2007). Frågorna är skapade efter studiens frågeställning och syfte och består av totalt åtta frågor. De inledande frågorna är mer övergripande och är menade att skapa en förståelse för hur fastighetsbolagen resonerar kring deras finansiering. Fråga ett och två syftar till deras nuvarande finansiering och orsakerna till dess utformning, medan fråga tre behandlar de nya regler som satts på bankerna sedan finanskrisen och hur det påverkat fastighetsbolagen. Fråga tre anses nödvändig för förstå om bolagets finansiering påverkats av förändringen i bankernas kapitaltäckningskrav. Fortsättningsvis är fråga fyra skapad för att leda in respondenten på andra delen i intervjuguiden. Anledningen till att frågorna, framförallt de inledande, är öppett ställda är förhoppningen om att respondenterna ska förklara deras finansieringslösningar på ett välmotiverat sätt.

De resterande frågorna behandlar fastighetsbolagens val av att antingen emittera säkerställda eller icke-säkerställda obligationer. Den första och andra frågan syftar till att få en insikt om hur deras resonemang gått och vilka fördelar samt nackdelar som vägts mot varandra. Vidare ställs frågor som syftar till att få en inblick i hur de ser på utvecklingen av obligationsmarknaden för fastighetsbolag. Med dessa åtta frågor hoppades vi kunna samla in tillräckligt material för att genomföra denna studie samt uppfylla dess syfte.

Efter genomförandet av varje enskild intervju gjordes en intervjusammanställning med samtliga intervjuer. Senare användes materialet i de transkriberade intervjuerna i uppsatsens empiriska del genom att använda de delar i intervjun som är relaterat till de rubriker som empirin bygger på. Detta innebär att respondenternas respektive svar inte presenteras i separata delar utan är sammanfogande under empirins rubriker. Anledningen till detta val var för att underlätta läsningen samt tydliggöra jämförelser mellan de olika respondenterna.

Tabell 1, Intervjuguide

<b>Intervjuguide</b>
<b>Allmänna frågor</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <i>Vilka finansieringslösningar använder sig bolaget av i dagsläget?</i></li> <li>2. <i>Vilka är de bakomliggande orsakerna till att ni valt dessa?</i></li> <li>3. <i>Kapitaltäckningskraven hos bankerna har sedan finanskrisen blivit högre i och med Basel III, hur har detta påverkat er finansiering?</i></li> <li>4. <i>Hur ser era tankar kring utvecklingen av fastighetsbolagens alternativa finansieringsmöjligheter ut?</i></li> </ol>
<b>Säkerställda/icke-säkerställda obligationer</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <i>Ni valde att emittera säkerställd/icke-säkerställd obligation, hur resonerade ni kring detta?</i></li> <li>2. <i>Vilka fördelar/nackdelar finner ni med säkerställda obligationer?</i></li> <li>3. <i>Hur stor efterfrågan har det varit på era obligationer?</i></li> <li>4. <i>Vid (eventuellt) resonemang kring säkerställd obligation, säkerställs den mot specifika fastigheter eller mot er totala portfölj av fastigheter?</i></li> </ol>

## 2.5 Metodkritik

Den kritik som riktas mot användningen utav den deduktiva ansatsen är att forskaren i ett tidigt skede är medveten om vilken typ av empirisk data som eftersöks, och kan således kontrollera och styra forskningen. Därför kan den deduktiva ansatsen leda till att uppsatsen inte blir objektiv. Att tilläggas som positivt är dock att upphovsmannen lättare kan skilja på relevant och irrelevant data och således befinna sig inom ett lämpligt ramverk (Bryman & Bell, 2007).

Det finns olika skäl till att rikta kritik mot kvalitativa uppsatser. En väsentlig anledning som bör nämnas är att den empiriska information som hämtas in är starkt beroende på vad forskaren anser är viktigt. Samtidigt bör det tas i beaktande att den

personliga kontakten mellan forskaren och respondenten påverkar hur den empiriska informationen slutligen tolkas. Fortsättningsvis bör läsaren ta hänsyn till att det inhämtade materialet i en kvalitativ uppsats ofta är begränsad. Det är även svårt att skapa en generell bild av forskningsområdet med en kvalitativ studie då den inte har för avsikt att ta in lika mycket information som en kvantitativ studie (Bryman & Bell, 2007). Som tidigare nämnts är detta dock inte något problem då det inte är uppsatsens avsikt att generera en generell bild av forskningsområdet.

En nackdel med att spela in samtalet är att respondenten kan känna sig osäker och nervös vilket således kan påverka intervjuens material (Bryman & Bell, 2007). Vidare kan sägas att intervjuer som utförs via telefon har sina nackdelar i jämförelse med personliga möten. Dels går forskaren miste om intervjupersonens reaktioner i form av kroppsspråk och ansiktsuttryck och dels har man sämre kontroll över intervjun (Esaïsson et al., 2007).

## **2.6 Validitet & reliabilitet**

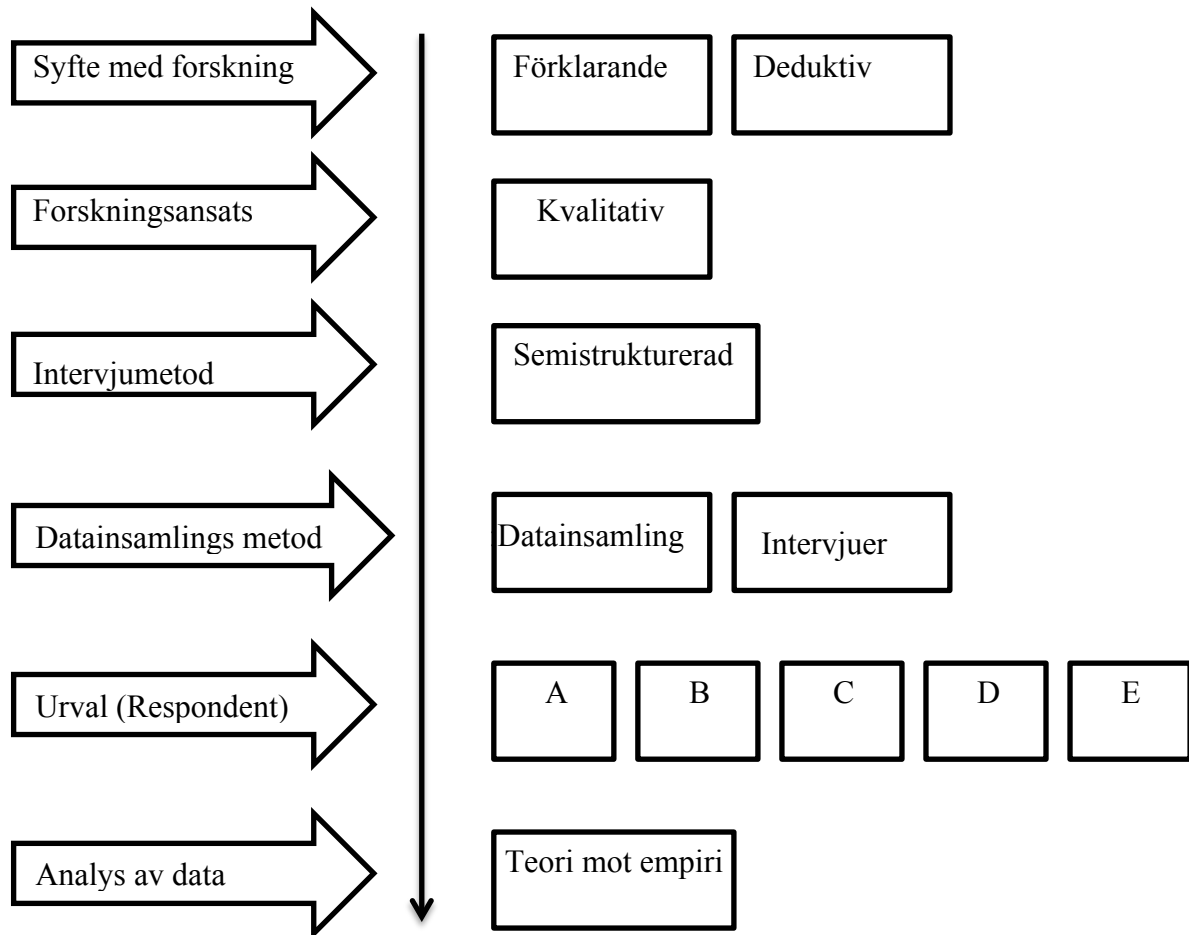
Det är svårt att uppskatta giltigheten och validiteten i uppsatsens empiriska del. Tillsammans med reliabiliteten skapar validiteten en uppskattning på uppsatsens kvalitet. Reliabilitet är benämning på metoden att förklara fel och brister som har uppstått i uppsatsen. Validitet förklaras utifrån från två olika ben, extern validitet och intern validitet. Den externa validiteten utgör till vilken omfattning det går att generalisera uppsatsen. Detta är dock som tidigare nämnts, inte är syftet med en kvalitativ uppsats. (Bryman & Bell, 2007) Den interna validiteten förklarar i hur stor utsträckning som empirin och teoretiska referensramen stämmer överens. Med detta kan man senare utveckla ett resonemang kring hur giltigt uppsatsens resultat är (Esaïsson et al., 2007). Det går enligt vår mening inte att göra en generell bedömning utifrån uppsatsen kring den svenska obligationsmarknaden för fastighetsbolag. Det som dock går att utläsa är generalisering mellan den teoretiska delen och den empiriska delen. Det som gör att den interna validiteten är god är att på grund utav att inhämtad data kommer från ansenliga källor, däribland vetenskaplig litteratur och artiklar. Fortsättningsvis går det att betvivla validiteten hos primärkällorna då objektivitet i respondenternas svar inte går att garantera. Trots att frågorna som har ställts har varit öppna, vilket bidrar till en god intern validitet, är det är möjligt att respondenternas svar är vinklade till respektives fördel.

Vidare analys av reliabiliteten påvisar att denna ska vara god då respondenterna är väl kvalificerade och innehar den kunskap som krävs för att bidra med betydelsefull information till forskningen. Det som dock bör tilläggas är att uppsatsen inte är fullt trovärdig tills dess att den styrks av annan forskning med motsvarande svar på frågeställningen. (Esaïsson et al., 2007)

## **2.7 Urval av data**

Vid urval av data talar man om två olika kategorier; sekundärdata och primärdata. Primärdata innefattar förstahandsinformation som bygger på ursprungligt källmaterial medan sekundärdata information som insamlats genom externa källor, exempelvis artiklar och läroböcker. Det är därför viktigt att skilja på dessa då primärkällor anses ha högre tillförlitlighet då den inte är beroende av andra källor. För att kunna säkerställa kvalitet och validitet krävs att flera sekundärkällor bekräftar varandra eller att de är kombinerade med primärkällor (Bryman & Bell, 2005). Uppsatsen består av både primär- och sekundärdata. Vi har tagit del av bland annat vetenskapliga artiklar, läroböcker och diverse artiklar som berört uppsatsens område. Primärdata består av de intervjuer som har gjorts.

## 2.8 Översikt metodansats



### 3. Teoretisk referensram

---

*Den teoretiska referensramen inleds med att teorier relaterade till företags val av kapitalstruktur diskuteras. Vidare beskrivs obligationsfinansiering i allmänhet för att sedan djupare gå in på vilka värden som fastighetsbolagen utgår ifrån när de bestämmer huruvida de ska emittera säkerställda eller icke-säkerställda obligationer.*

---

#### 3.1 Pris

##### 3.1.1 Klassificering

De som professionellt ägnar sig åt kapitalförvaltning använder sig av olika tekniker för att kunna genomföra analyser av de företag som ställer ut obligationer. Den främsta anledning är för att skapa sig en uppfattning om det obligationsutställande företagets förmåga att finansiellt leverera det de har lovat. Denna process brukar generellt sett benämnas kreditanalys. Merparten av investmentbankerna har egna kreditanalytiker och vissa fristående investerare gör dessa analyser på egen hand. Den största delen av investerare förlitar sig dock på de större kreditanalysinstituten. De tre största instituten är; Moody's Investors Service, Standard & Poor's Corporation och FitchRatings (Fabozzi, 2009).

Hos dessa tre institut betyder ett högt betyg att kreditrisken är liten eller rättare sagt att vid ett högt betyg är möjligheten till framtida avkastning god. Hos Moody's är det högsta betyget en obligation kan få Aaa och AAA vid de andra två instituten. Den näst högsta nivån i betygsskalan är Aa samt AA och nivån innan är A hos alla tre institut. Senare finns även sämre betyg vilket illustreras i tabellen på nästa sida (Tabell 2. Riskklassificering, s.16). Det betyg företag erhåller kommer senare påverka vilken ränta investeraren kommer kräva i förhållande till risken. Vid hög risk vill investeraren erhålla en bra ränta i kompensation för att överväga en investering. Samtidigt resulterar en låg risk i att kraven på bra ränta minskar (Fabozzi, 2009).

Sedan 2011 har obligationer som ställts ut i Sverige med låg kreditvärdighet ökat med mer än 100 procent. Efter finanskrisen var efterfrågan låg på obligationer som saknade kreditbedömning då investerarna efterlyste säkerhet. Nu går det dock att se en ökning bland obligationer som ställs ut utan kreditbetyg då investerare under de senaste åren succesivt ökat sin riskbenägenhet. När investerarna är beredda att ta en högre risk är det lättare för företag att ställa ut obligationer utan någon officiell

kreditbedömning (Bonthron, 2014). På obligationsmarknaden i Sverige är de största utgivarna svenska bolag som erhåller hög kreditvärdighet, dessa benämns även Investmentgrade. Det har dock blivit allt vanligare med bolag av sämre kreditvärdering, så kallade High Yield. Att de bolagen med sämre kreditvärdighet har ökat sin obligationsutställning har sin orsak i bankernas låga räntenivåer på inlåning. Resultatet har blivit att utgivarnas räntekostnader blivit lägre samt att investerarnas efterfrågan på obligationer med högre risk ökat (Brattström, 2014).

Svensk reglering kring säkerställda obligationer har gjort det komplicerat för företag att emittera dessa kostnadseffektivt. Fastighetsbolag i Sverige har för närvarande svårt att nå Investmentgrade klassificering på sina obligationer. Detta beror på att kreditvärderingsinstituterna som exempelvis S & P inte tilltalas av de svenska fastighetsbolagen på grund av deras höga belåningsgrad. Avsaknaden kring välkänd klassificering blir ett problem då investeringsinstituterna i Sverige minst kräver Investmentgrade på deras obligationsinvesteringar, endast en liten del av kapitalet är godkänt för investering i High Yield (Donner & Svensk, 2010).

**Tabell 2, Riskklassificering. Källa: Fabozzi, 2009**

Hög kreditvärdighet	Moody`s	Standard & Poor`s	FitchRatings
Maximal säkerhet	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
Hög kvalitet	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Övre medelkvalitet	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Undre medelkvalitet	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Låg kreditvärdighet	Moody`s	Standard & Poor`s	FitchRatings
Spekulativt	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Mycket spekulativt	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-



### 3.1.2 Informationsasymmetri

Informationssymmetri uppstår då en säljare innehar mer information om produktens skick än köparen, vilken inte kan avgöra produktens skick på förhand. Eftersom köparen saknar information om produktens standard prissätts den efter genomsnittspriset av likvärdiga produkter. Detta innebär att de produkter vars standard är lägre än genomsnittet kommer säljas till ett högre pris än dess egentliga värde. Om prissättningen skett utifrån produktens individuella skick skulle de i sämre skick säljas billigare och de i bättre skick säljas dyrare (Akerlof, 1970).

Informationsasymmetrin leder senare till Adverse Selection. Termen innebär att aktörer på marknaden påverkas av informationsbrist och kan hamna i en situation där de väljer alternativ som är sämre. Ett exempel på detta är när en kreditgivare beviljar låntagare ett lån utan att ha tillgång till information gällande deras kreditvärdighet. Kreditgivaren riskerar då att dra till sig låntagare med låg kreditvärdighet och därmed göra stora förluster (Akerlof, 1970).

Signalering är ett sätt för hur mer informerade aktörer kan bidra till att minska problemen med Adverse Selection på en marknad. Att signalera innebär att mer informerade aktörer överför sin information till mindre informerade aktörer. Detta kräver att den informerade aktören utför observerbara och kostsamma handlingar och lyckas övertyga andra aktörer om deras förmåga eller värdet hos sina produkter. För att signalering ska vara framgångsrikt måste de som innehar bättre information signalera starkare än övriga (Spence, 1973). En reducering av informationsasymmetrin på en marknad kan ske genom att företag är transparenta och redovisar upplysningar om dess verksamhet i högre grad. Denna reducering mellan företag och deras potentiella investerare resulterar i att kostnaden för kapital minskar. Om en investerare innehar lite information om ett företag ökar deras risk, vilket ökar deras avkastningskrav och således företagets kostnad för kapital. En hög informationsasymmetri leder alltså i slutändan till högre kapitalkostnader för företaget och vice versa (Leuz & Verrecchia, 2000).

Klövern emitterade i mars 2013 en säkerställd obligation och blev i och med detta det första svenska fastighetsbolaget att använda sig av denna typ av finansiering (Fastighetssverige, 2013). Efter detta har en rad andra fastighetsbolag följt efter men

säkerställda obligationer utgör fortfarande en relativt liten del av den totala volymen av emitterade obligationer i fastighetsbranschen. Det finns en osäkerhet och brist på kunskap gällande säkerställda obligationer hos investerare (Borg & Nylander, 2014).

### **3.1.3 Alternativkostnader**

Kostnaden för att genomföra en aktivitet mäts i termer av värdet att genomföra den efter det bästa alternativet, alltså det som alternativ som väljs bort. Alternativkostnader uppstår när en organisation har möjlighet att välja bland olika alternativ och senare måste komma fram till vilket som är det bästa. Detta då alla alternativ inte kan genomföras samtidigt. Kostnaderna klassificeras som relativa då de uppstår genom att exempelvis jämföra fördelarna med att välja alternativ 1 med att inte genomföra alternativ 2 eller 3. Alternativkostnad är en av grundstenarna inom ekonomi, då pengar skapar möjlighet att införskaffa olika varor och tjänster samt skapar möjlighet att fastställa kostnaden för produkter som annars är ojämförbara med andra. Inom ekonomiskgeografi är alternativkostnad en relevant metod för företag att använda sig av vid beslut om vilken affärsstrategi som skall genomföras (Castree et al., 2013).

Obligationsfinansiering har blivit ett omtyckt alternativ till bankfinansiering men vid lämplighetsvärdering av metoden måste den vara kostnadsmässigt fördelaktig. För att ett företag ska ställa ut en obligation behöver en analys göras av alternativkostnaderna, alltså som tidigare nämnts vad den specifika finansieringen kostar i jämförelse med andra finansieringsmöjligheter. Det som tyder på att företagsobligationer har blivit allt mer populärt är att räntan på sekundärmarknaden sedan 2011 är lägre, jämfört med den ränta bankerna erbjuder för sin utlåning till företag (Bonhron, 2014).

Vid urval av tio obligationsemissioner inom fastighetsbranschen där tre är bestående av säkerställda och resterande av icke-säkerställda, är det inte möjligt att skapa en generell bild av hur stor prisskillnaden är. Detta beror på att det är en mängd aspekter som behöver tas i beaktande. I jämförelsen kring de säkerställda är det ett fastighetsbolag som erhållit den lägsta räntan. Anledningen anses vara den korta löptiden på 1,5 år vilket kan jämföras med de två övriga som är 3 respektive 5 år. Ett av fastighetsbolag i urvalet emitterade en säkerställd och en icke-säkerställd med en månads mellanrum. Löptiden för den

säkerställda är 5 år med den icke-säkerställda är 4 år. Trots detta löper den säkerställda obligationer med en ränta som är 1 procentenhet lägre vilket ger stöd för att marknaden krävde en lägre riskpremie tack vare säkerställandet. Ett högt arvode har dock betalats för att säkerställa obligationen då denna struktur är mer komplex (Borg & Nylander, 2014).

### **3.2 Transaktionskostnader**

Transaktionskostnader uppstår när en affär genomförs och det i samband med denna tillkommer kostnader. Teorin baseras på tre delar; sökkostnader, kontraktskostnader och kontrollkostnader. Sökkostnader kan förklaras genom sambandet då en aktör på marknaden är intresserad av att köpa en viss vara eller tjänst och söker upp en säljare, detta uppstår även åt andra hållet. Inom denna kategori bokas även de kostnader som uppstår kring informationsanskaffandet av den andra parten. Kontraktskostnader omfattar de kostnader som uppkommer vid kontraktsskrivning samt rådgivning i anknytning med dessa. Vid eventuella kontraktsavvikelse, då en viss part inte genomför det den har åtagit sig att göra, kan kostnader uppstå och faller under rubriken kontrollkostnader (Wiliamsson, 1975).

I sammanhanget är det viktigt för företag att göra transaktionskostnader så obefintliga som möjligt. Om en och samma transaktion genomförs fler gånger kommer dessa kostnader att minska. En pågående affärsrelation leder till att sökkostnader inte uppstår i samma utsträckning; man undviker kostnader som uppstår då en ny relation upprättas och de tidigare kostnaderna kan slås ut på fler antal affärer. Försättningsvis har även en standard för kontraktsskrivning parterna emellan upprättats. Detta innebär att kontraktskostnaderna inte blir lika omfattande då det endast är vissa tillägg som eventuellt behöver göras. En effekt blir även att kontrollkostnaderna reduceras i och med att tilliten mellan parterna ökar. Denna typ av relation där båda sidor har hög tillförlit till varandra kan dock leda till problem om affärsrelationen slutar gälla. Det vill säga om beroendet parterna emellan har varit för stort (Wiliamsson, 1975).

Kostnaden för att ställa ut obligationer kan stå för så mycket som 5 procent av det utställda obligationsbeloppet. Dessa kostnader omfattar främst avgifter till banker och andra aktörer som det obligationsutställande företaget anlitar för att hantera utställningen och dess detaljer. Eftersom utställningskostnaderna genererar nytta under

hela obligationens livstid är det generellt godtagbart att sprida ut dessa kostnader under hela livstiden. I samband med att utställningskostnaderna åter upp en del av det totala beloppet ett företag ska erhålla från en obligationsutställning, har dessa kostnader en effekt av att öka avdraget eller sänka premien på utställningen (Needlese et al., 2010).

För att kunna göra en jämförelse av vad andra obligationsutställande bolag har betalat för att ställa ut obligationen är det fördelaktigt att se till priset på obligationen. Kostnaderna för att ställa ut obligationer har minskat sedan 2011 och vissa av de större företagen lånar in pengar billigare via obligationsfinansiering än via bankfinansiering (Bonthron, 2014). Vid utformning av en säkerställd obligation ställs säkerhet mot underliggande tillgångar. När säkerställda obligationslån genomförs i fastighetsbolag ställs ofta säkerheten mot pantbrev i fastigheter (Fabozzi, 2009). Kostnader uppstår i samband med att pantbrev behöver ställas ut och Inskrivningsmyndighetens skattkostnad är 2 procent av pantbrevets belopp, alltså av det belopp som belånas (Handelsbanken, 2014).

### **3.3 Finansieringsstrategi**

Vid projektering av kommande projekt inom ett bolag avtalas vanligtvis vilka mål som bör uppnås och således även vilka strategier som bör följas för att nå dessa. Vid eventuell förändring på marknaden är det i vissa fall svårt att förhålla sig till de förutbestämda strategierna. Optioner skapar möjlighet för ett företag att i ett projekt ändra riktning och minimera de finansiella skadorna (Trigeorgis, 1999). Fortsättningsvis är det alltså fördelaktigt att använda sig av reala optioner för att skapa säkerhet i ett projekt (Koller et al., 2005).

Traditionellt sett har bankfinansiering varit den största finansieringskällan för svenska fastighetsbolag. Effekterna av detta har blivit att bolagens ekonomiska stabilitet är starkt beroende av en stabil bankmarknad. Finanskrisen 2008 förde med sig att bankerna blev mer restriktiva i sin utlåning och svenska bolag upplevde att de inte kunde tillgå den bankfinansiering de önskade. På grund av detta har kapitalmarknaden vuxit sig starkare och inom denna, obligationsmarknaden. Genom en alternativ finansieringslösning kan risken spridas ut och beroendet av banken reduceras (Bonthron, 2014).

Den svenska obligationsmarknaden lämpar sig främst för större företag. På den norska marknaden har dock bolag av mindre karaktär enklare att skapa alternativfinansiering genom företagsobligationer. Detta kan förklaras av att den utställda kvantiteten obligationer på den norska marknaden i jämförelse med den svenska är betydligt högre och att det har varit en attraktiv finansieringslösning sedan början av 1990-talet. (SvD, 2012) Norge är det land i Norden som emitterar störst mängd obligationer och ställer ut 70 procent av Nordens totala volym. Marknaden är utvecklad i större omfattning med stora aktörer inom branscher som gas, olja och rederiverksamhet. Emissionsvolymen på den norska marknaden har ökat med 20 procent varje år sedan 2010 (Borg & Nylander, 2014).

Potentialen att genomföra snabba förändringar inom en organisation är viktigt då det är svårt att förutse kommande händelser på marknaden och på det sättet kan investeringsstrategin försäkras. När det råder osäkerhet blir det generellt sett en lägre värdering på bolag och dess investeringar. Det kan vara värdefullt att inkludera en möjlighet i det investerbara objektet att byta förvaltningsstrategi. Investeringen blir mer lättanpassad till förändringar vilket även förbättrar dess värdering. Anpassningsförmågan värderas med bakgrund av hur osäker marknaden är samt hur ledningen förväntas agera under nya omständigheter (Koller et al., 2005).

För att redogöra vad som påverkar en realoption och dess värde finns ett antal delar som behöver behandlas. För att skapa värde är det viktigt att ha en lång löptid tills dess att det är dags för att genomföra beslut. Om den riskfria räntan är hög kommer den att leverera en högre värdering vid förfarandet om uppskjuten investering men dock generera negativa effekter på det underliggande kassaflödet och dess nuvärde. När investeringen ställs inför osäkerhet kan det som tidigare nämnts bli negativt för nuvärdet, men samtidigt ökar osäkerheten värdet på optionen. Slutligen är det relevant att nämna att ett högre värde på den underliggande tillgångens kassaflöde ökar värdet på flexibiliteten. Initialt sett påverkar dock ett högt investeringspris värdet på flexibiliteten negativt. (Koller et al., 2005).

Möjlighet att förändra sin finansieringsstrategi anses viktigt enligt vad som kan uttydas enligt ovanstående stycken. För att en obligation ska klassificeras som

säkerställd i Sverige måste denna förhålla sig till en viss typ av standard där tre kriterier behöver uppnås. Det är essentiellt att det belopp som lånas upp har anknytning till den underliggande tillgången. Vidare måste den säkerställda obligationen inneha favör i sammanhanget krig nyttjanderätten av säkerhetsmassan. Slutligen måste den säkerställda obligationen införlivas under offentlig övervakning, för att kontrollera att de uppsatta kriterierna följs. Då denna typ av obligation är ansluten till en underliggande tillgång är denna möjlig att bedöma som en säker placering vilket följaktligen genererar ett högre pris på obligationen för emittenten, kostnaden för bolagets inlånade kapital kommer således bli lägre (Norman, 2013) Produkten anses fungera som ett komplement i de svenska fastighetsbolagens finansieringsstruktur i samband med dess strategiarbete att inte vara allt för beroende av bankfinansiering (Fastighetstidningen, 2013).

## 4. Empiri

---

*Empiridelen är utformad efter den information som uppdagats under uppsatsens fem intervjuer och följer samma struktur som den teoretiska referensramen. Empirin inleds med bakgrund till de olika bolag som respondenterna företräder. För att bibehålla respondenternas anonymitet kommer källor under denna del inte att redovisas. Vidare redogörs hur de olika aktörerna resonerar kring obligationsfinansiering.*

---

### 4.1 Responderande fastighetsbolag - information och finansiering

#### 4.1.1 Fastighetsbolag A

Fastighetsbolag As verksamhet bedrivs inom tre delar: Förvaltning, förädling samt transaktion och har sin fokusering på kommersiella lokaler i Stockholm. Bolagets fastighetsbestånd uppgick per 30 september till 33 900 Mkr.

Per 30:e september uppgick de räntebärande skulderna till 20 136 Mkr. Fastighetsbolag As belåningsgrad uppgår till 59 %. Som komplement till bankbelåningen har Fastighetsbolag A ett företagscertifikatprogram som totalt är 5 000 Mkr där mängden utestående certifikat uppgår till 2 537 Mkr. Ytterligare finansiering sker genom kapitalmarknaden med dels egna säkerställda fastighetsobligationer och dels genom bolagets MTN-program.

#### 4.1.2 Fastighetsbolag B

Per 30 september år 2014 uppgick Fastighetsbolag Bs fastighetsbestånd till 34 500 Mkr. Fastighetsbolag Bs affärsidé är att med lokal förankring förvärva, utveckla och förvalta bostadsfastigheter och kommersiella fastigheter belägna i Stockholm, Göteborg, Öresund samt på tillväxtorter.

Koncernens räntebärande skulder avseende fastigheter uppgick per 30:e september till 19 527 Mkr vilket motsvarar en belåningsgrad om 56,6%. De räntebärande skulderna består, förutom banklån, av ett certifikatprogram, obligationer samt banklån med nordiska banker. Fastighetsbolag Bs räntebärande skulder består av ett certifikatprogram vars rambelopp uppgår till 1 500 Mkr. Per 30:e september 2014 hade bolaget en utestående volym om 750 Mkr. Deras obligationer uppgår totalt till 1 950 Mkr och är uteslutande icke-säkerställda.

#### **4.1.3 Fastighetsbolag C**

Fastighetsbolag C är ett av de större börsnoterade fastighetsbolagen i Sverige, vars fastighetsbestånd uppgår till ett värde på ungefär 40 000 Mkr och utgörs i stort sett uteslutande av kommersiella lokaler. Fastigheterna är lokaliserade i fem tillväxtregioner: ”Storgöteborg”, Öresunds området, ”Storstockholm”, Mälardalen samt Östra Götaland. Bolaget har som affärsidé att utveckla och förädla sitt fastighetsbestånd med inriktning på bästa möjliga resultat- och värdetillväxt genom en stark och tydlig närvaro i ovan nämnda regioner erbjuda lokaler anpassade efter hyresgästernas behov.

Fastighetsbolag C har 20 587 Mkr i räntebärande skulder varav ungefär 15 090 Mkr är genom säkerställd bankbelåning. Dessa är i huvudsak revalverande lån utnyttjande under långfristiga lånelöften från de största bankerna. Bolagets belåningsgrad är lägre än 55 %. Som komplement till bankfinansieringen har ett företagscertifikatprogram där utestående krediter uppgår till 1 297 Mkr. Fastighetsbolag C emitterar obligationer via sitt MTN-program som startades år 2012. Programmet emitterade första året 1 000 Mkr och har sedan dess vuxit kontinuerligt och emitterar 500 – 1000 Mkr på halvårsbasis. Totala utestående obligationer uppgår till 4 200 Mkr.

#### **4.1.4 Fastighetsbolag D**

Fastighetsbolag D är ett av Sveriges största fastighetsbolag med inriktning på fastigheter med kommersiella lokaler. Per 30:e september 2014 uppgick bolagets fastighetsbestånd till ett värde av 29 400 Mkr. De är uppdelade i affärsenheter som fokuserar på kontakten med kund och är indelade i fyra regioner; Syd, Öst, Stockholm samt Mellan/Norr. Bolagets affärsidé är att med närhet och engagemang erbjuda kunden effektiva lokaler i valda tillväxtområden.

Per 30:e september uppgick Fastighetsbolag Ds räntebärande skulder till 20 212 Mkr. De består till ungefär 80 procent av upplåning från banker och kreditinstitut medan resterande är upplåning från kapitalmarknaden via obligationer. Per 30:e juni uppgick bolagets belåningsgrad till 57 %. Bolagets totala utestående obligationsvolym uppgick vid år 2013 slut till 3 190 Mkr. Den totala volymen består av ungefär 78 procent icke-säkerställda och 22 procent säkerställda.



#### **4.1.5 Respondent E**

Respondent E var fram till 2013 Head of Corporate Finance på *Anonymt bolag* som är ledande inom den svenska marknaden när det kommer till rådgivning avseende fastighetstransaktioner och fastighetsrelaterade tjänster. Under sin tid på bolaget agerade respondenten rådgivare åt ett fastighetsbolag som emitterade en säkerställd obligation.

### **4.2 Bolagsempi**

#### **4.2.1 Pris**

##### **4.2.1.1 Klassificering**

Respondent E menar att ett problemområde för fastighetsbolagen är att de har svårt att nå officiell rating i investmentgrade BBB eller bättre som sätts av kreditvärderingsinstituten. Anledningen till detta är att fastighetsbolagen generellt sett har en hög skuldsättningsgrad, detta betyder således att de ofta blir klassificerade som high yield. Investerarnas allokering till high yield är mindre än till investmentgrade och deras avkastningskrav är högre mot dessa bolag. Detta rimmar illa med en säkerställd obligation som i grunden innehar lägre risk och borde leda till lägre avkastningskrav. Då bolagen är high yield spelar obligationens säkerhet mindre roll vilket leder till att den lägre prissättningen uteblir. Fastighetsbolag D, som ligger under BBB och är high yield, vittnar om att det blivit dyrare för dem att emittera obligationer under det senaste halvåret i relation till de bolag som ligger på BBB eller över.

Mindre tendenser pekar dock på att skillnaden nu är på väg att minska, menar Respondent D. Fortsättningsvis uttrycker de ett visst missnöje med att bli kategoriserade som high yield då de, i deras mening, är ett bolag med en förnuftig belåningsgrad som erbjuder obligationer med stabilt kassaflöde som levererar vinst i både hög och lågkonjunktur. Respondent B anser att det deras finansieringsmöjligheter för tillfället är bra och att de mår bra som bolag när det är lite sämre marknad för bankfinansiering, det vill säga när alla aktörer inte lika lätt kan låna. De är ett bolag med stark balansräkning och menar att det är en stor prisdifferens hos banken mellan sämre och bättre kunder. Respondent B anser vidare att det inte finns några investerare som är intresserade av säkerställda obligationer, då de inte får

så mycket lägre pris och ställer sig frågande till varför de bolag som har emitterat säkerställda har gjort det.

Respondent A menar att om marknaden kommer till ett läge där kris uppstår kan detta medföra problem för de som emitterat icke-säkerställda obligationer och sedermera hela marknaden. Fortsättningsvis anser dem att för osäkra aktörer har introducerats på marknaden och att säkerställda obligationer borde stå sig bättre vid en eventuell kris. Efterfrågan på obligationer har sedan finanskrisen varit förhållandevis kärv för Fastighetsbolag A och de skulle gärna se att de hade en större del utställda obligationer. Deras obligationsprogram slog i taket vid två tillfällen och de har sedermera tagit höjd för detta, detta var dock innan finanskrisen. Fastighetsbolag Bs icke-säkerställda obligationer har enligt dem varit eftertraktade och emissionsvolymen ser de inte som något problem, då de hävdar att den volymen de vill få ut får de ut. De ser inga fördelar med att säkerställa obligationer för att bättre klara sig i en kris, möjligtvis är det fördelaktigt att använda sig av längre löptider på finansieringen. Respondent B försätter och menar att pengar för tillfället är billigt att låna upp och att tillgångar lätt blir övervärderade i sådana tillfällen.

#### **4.2.1.2 Informationsasymmetri**

Vid frågan om vilka nackdelar som bolagen ser med säkerställda obligationer var det framförallt priset som respondenterna pekade på. Det skiljer inte särskilt mycket i pris om man jämför säkerställda och icke-säkerställda obligationer.

Respondent B anser att det inte finns några fördelar med säkerställda obligationer. De ställer sig frågande till varför de som emitterat säkerställda obligationer har gjort det då prisskillnaden är så pass liten. Respondent A, som har emitterat säkerställda obligationer, håller med om att prisskillnaden är för liten. De tar som exempel när de emitterade sin obligation med säkerhet i en enskild fastighet. Fastigheten i fråga anses av dem själva vara en av de finaste i deras fastighetsbestånd. De hade som mål att få kapitalmarknaden att uppskatta huset och att det borde blivit pris effektivt, men responsen uteblev då varken intresset eller priset hamnade på den nivå de önskat. Som orsak till detta pekar de på att de använde sig av en ny typ av finansieringslösning och att de är ett relativt okänt namn på marknaden; de fick helt enkelt betala lite extra för

detta. Respondent D ger stöd åt Respondent As påstående och menar att den aktör som är först ut ofta tvingas betala en straffprissättning.

Respondent B vittnar om att det inte finns någon efterfrågan av säkerställda obligationer hos investerare. Vidare menar Respondent A att investerare ser värdet i en säkerhet på ett teoretiskt plan, men saknar kompetensen och vanan att bedöma värdet. Detta kan förefalla sig märkligt då åtminstone många av de stora investerarna har egna fastighetsavdelningar och således kompetensen inom räckhåll, menar Respondent A. Respondent C menar att när det gäller större investerare är värdet av obligationen ofta en relativt liten del av portföljens totala värde. Vidare menar Respondent C att det extraarbete som krävs för att förstå säkerheten kan vara orsak till att istället välja en icke-säkerställd obligation. Respondent E anser att prisskillnaden är för liten men att problemet snarare ligger i prissättningen av de icke-säkerställda än i prissättningen av de säkerställda. Respondent E säger att de säkerställda obligationerna förmodligen är korrekt prissatta men att investerarna är för dåliga på att bedöma risken med icke-säkerställda och kräver för lite betalt. Slutligen menar Respondent D att de genom sina erfarenheter av att emittera säkerställda obligationer, har tillskansat sig information som de är beredda att dela med sig av för att öka kompetensen inom området.

#### **4.2.1.3 Alternativkostnad**

Det har skett en förändring hos bankerna efter finanskrisen. Respondent A säger att bankerna initialt hade svårt att bedöma vad de nya kapitaltäckningskraven skulle innebära. Deras osäkerhet innebar att de hade svårt att gå på långa finansieringar till konkurrenskraftiga priser. Respondent A menar att detta banade väg för kapitalmarknaden; fler och fler insåg att de var tvungna att vända sig till kapitalmarknaden för att hitta konkurrenskraftig finansiering. Detta uppmuntrades även av bankerna som såg möjligheten att tjäna pengar på att ta ut fastighetsbolagen på kapitalmarknaden. Respondent E fyller i och menar att tillgången till bankfinansiering blev mindre i och med finanskrisen. Dessutom förändrades kostnaderna för banklån: från att ha bestått av en hög upplåningsränta och låg bankmarginal blev det tvärtom, det vill säga låg upplåningsränta och hög bankmarginal. Respondent E menar att detta ökade intresset för andra finansieringssätt för att undvika bankens höga marginal. Det som sedan inträffade var att den svenska bankmarknaden började återhämta sig. Likviditeten ökade och

bankmarginalerna började sjunka tillbaka till en nivå där bankerna kan erbjuda konkurrenskraftiga priser, påstår Respondent E. Detta stärks av samtliga respondenter som vittnar om att bankerna idag är tillbaka i ett läge där de är villiga att låna ut till konkurrenskraftiga priser. På frågan huruvida de ser marknaden för säkerställda obligationer öka eller inte anser Respondent B, Respondent A och Respondent E att så länge bankmarknaden är likvid och attraktivt prissatt finns det ingen riktig mening med säkerställda obligationer.

#### **4.2.2 Transaktionskostnader**

En annan orsak till att säkerställda obligationer inte emitteras i större utsträckning är att det fortfarande är en komplicerad process vilket leder till ökade kostnader. Respondent B menar att de säkerställda obligationer som emitterats har varit krångliga och att de har hämmat marknaden. De fortsätter och säger att marknaden inte är fungerade och alltför teoretisk. Respondent E fyller i och säger att icke-säkerställda dels är billigare men också mindre komplicerade att utarbeta då det inte är några säkerheter att hantera. Det är till exempel en komplicerad operation att sälja en fastighet som ingår i en obligations säkerhet. Respondent E pekar också på svårigheten i att emittera en säkerställd obligation i ett förvärvsögonblick. Den enda anledningen till att använda den typen av finansiering i ett sådant läge, jämfört med övrig finansiering, är att det skulle vara mer attraktivt kostnadsmässigt.

Respondent C anger att en säkerställd obligation kräver mycket dokumentation vilket komplicerar för dels fastighetsbolag men också för investerare som måste öka sin kunskap om vad det faktiskt är som säkerställs. En säkerställd obligation kan i sin dokumentation ha olika uppföljningspunkter som ska följas enligt avtal, exempelvis utgivningsgrad, genomsnittlig längd kvar på hyresavtal eller att de berörda fastigheterna ska ha en vis taxeringskod. Dessa uppföljningspunkter kan leda till att ett fastighetsbolag hamnar i ett läge där de måste forcera ett beslut de annars inte skulle ha tagit, menar Respondent C. De fortsätter med att säga att det inte finns ett generiskt svar på hur en säkerställning är utformad men att det kan vara kostsamt; som utgivare kan du bli tvungen att avsätta en vis likviditet för framtida ränteflöden och om det är en stor kostnad är detta ett skäl till att inte säkerställa en obligation.

Respondent D hävdar dock att det inte är komplicerat, åtminstone inte för de etablerade aktörerna. Fortsättningsvis tror de att det finns möjlighet att gå ut med en

säkerställd obligation i dagens läge och få säkerställda obligationer till nästan samma finansieringskostnad som bankfinansiering. Vid jämförelse med icke-säkerställda obligationer anser Respondent D att det rent kostnadsmässigt inte är så stor skillnad mellan de två alternativen. Fortsättningsvis anser de att det snarare handlar om att fler ska våga emittera säkerställda obligationer och att det skulle kunna fungera som ett bra komplement till banklån. Det som dock är av vikt är att hitta den perfekta legala strukturen för säkerställning där underliggande tillgångar inte får bytas ut och investerarna trygghet i ett stabilt kapitalflöde under obligationens livslängd. Slutligen anser Respondent D att utställare behöver komma ut med obligationer i större omfattning för att investerare ska få insikt i att de ställer ut säkerställda obligationer med bra underliggande säkerhet.

#### **4.2.3 Finansieringsstrategi**

Respondent E menar att kapitalmarknaden för den här typen av instrument historiskt sett varit liten i Sverige. Fastighetsfinansiering har i princip helt och hållet skett via banklån vilket skiljer sig från fastighetsbolag i till exempel USA och Storbritannien, vars finansiering har haft större inslag från kapitalmarknaden. Respondent C backar upp detta och säger att Sverige traditionellt sett har använt sig av 80/20-regel, det vill säga 80 % bankfinansiering och 20 % kapitalmarknadsfinansiering. Vidare menar de att det kommer ske en förflyttning från bankfinansiering till kapitalmarknadsfinansiering, men påpekar att detta inte är specifikt för fastighetsbranschen utan mer generellt. Respondent B pekar på att Norge, som har en längre tradition av säkerställda obligationer, har en bättre fungerande marknad och att de vid en eventuell emittering av säkerställd obligation skulle söka sig dit. Respondent A fyller i och menar att länder som till exempel Norge har en större obligationsmarknad och mer erfarenhet av att bedöma obligationsrisker. Respondent E håller med om att nationella traditioner spelar roll och pekar ut den danska marknaden som exempel.

Respondent D menar att det finns en osäkerhet kring obligationsmarknaden i Sverige, både hos fastighetsbolagen och bankerna. Vidare påvisar de att bankerna funnits i Sverige under hundratals år medan obligationsmarknaden är betydligt yngre vilket gör att båda parter ser på den med tillförsikt. Fortsättningsvis pekar Respondent D på att bankerna kan få problem igen och att det därför är riskabelt att förlita sig helt på

lånefinansiering och att obligationsmarknaden i ett sådant läge skulle fungera bra. Respondent E menar dock att även om det kan vara strategiskt att använda sig av obligationsmarknaden i förebyggande syfte. Gällande säkerställda obligationer så är det dock inget som fastighetsbolag ägnar någon tid åt, då billigare och mer okomplicerade alternativ finns att tillgå.

Vid emittering av en säkerställd obligation säkerställs den antingen mot en eller ett fåtal fastigheter eller mot en fastighetspool och detta kan leda till att processen kompliceras ytterligare. När Fastighetsbolag A emitterade sin säkerställda obligation med säkerhet i en enda fastighet gick det ut med hela beloppet samtidigt. Där och då ansåg de sig ha goda anledningar till att emittera på det sätt, men säger att det generellt sett förmodligen är bättre att ha en pool av fastigheter och emittera under ett längre tidsspann för att fånga upp investerare och nå ett bra pris. Respondent Ds säkerställda obligationer innehar ett stort bestånd av fastigheter och fungerar som en helt separat förvaltningsenhet. De säger att detta skapar mindre risk för investerarna då obligationens säkerheter skulle kunna förvaltas som ett vanligt fastighetsbolag även om Fastighetsbolag D skulle gå i inte skulle möta sina åtaganden. Hade säkerheten varit en fastighet i tveksamt läge med en hyresgäst som skrivit ett långtidskontrakt hade situationen varit annorlunda. Den säkerställda obligationen skulle tappa sitt värde om det till exempel skulle bli problem med hyresgästen.

## 5. Analys

---

*Kapitlet omfattar en analys av den empiriska delen av uppsatsen där informationen ställs i relation till vad som står skrivet i den teoretiska referensramen. Analysen jämför även respondenternas olika uttalanden med varandra. Kapitlet är utformat efter liknande struktur som de tidigare kapitlen, detta för att skapa struktur.*

---

### 5.1 Pris

#### 5.1.1 Klassificering

Fabozzi (2009) menar att vid investering i en obligation är det viktigt att förstå vilken risk det emitterade bolaget har. Det högsta betyget ett bolag kan erhålla är AAA och senare följer riskvärderingsskalan ett liknande upplägg där sämre betyg visualiseras på sida 16 i uppsatsen (Tabell 2, Riskklassificering, s.16). Risken påverkar vilken ränta som krävs av investeraren, där en hög risk kommer resultera i att investeraren vill ha en hög ränta och vice versa. En indirekt koppling kan göras till Respondent Es uttalande kring fastighetsbolagens problem att nå officiell rating i investmentgrade BBB eller bättre. Anledningen förklaras vara att det inte finns tillräckligt investerbart kapital på marknaden och att investerarnas intresse för high yield är mindre än för investmentgrade. Trots att obligationen innehar säkerhet leder detta inte till en fördelaktigare prissättning på grund av att det emitterade bolaget är high yield.

Brattström (2014) förklarar att de bolag som utfärdar den största delen obligationer i Sverige är investmentgrade-bolag. Fortsättningsvis förklarar dock denne att marknaden den senaste tiden har präglats av bolag som är high yield. Respondent D klargör att de ligger under BBB och klassificeras således som high yield. De vittnar om att det har blivit dyrare för dem att emittera obligationer under det senaste halvåret i jämfört med bättre betygsatta bolag. Fastighetsbolag Ds läge kan alltså bekräftas av Respondent Es uttalande angående att det är svårt att locka investerare till high yield bolag. Vidare förklarar dock Respondent D att dessa skillnaden håller på att försvinna. Detta styrks av Bonthrons (2014) teori som menar att intresset för bolag med sämre kreditbedömning har ökat på grund av att investerare den senaste tiden är beredda att ta en högre risk. Respondent B intresserar sig främst för bankfinansiering men nämner ingenting om att deras bolagsklassificering skulle påverka intresset för deras obligationer. Respondent D uttrycker ett missnöje i att vara bedömda som ett high yield bolag trots att de erbjuder obligationer med stabila kassaflöden som levererar i alla konjunkturer.

Fabozzi (2009) låter förstå att investerare förlitar sig på de större kreditanalysinstituterna och Brattström (2014) menar att bolag med sämre kreditvärdering blivit vanligare på den svenska obligationsmarknaden. Brattström (2014) backas upp av Bonthron (2014) som menar att efter finanskrisen var efterfrågan låg på obligationer som saknade kreditbedömning då investerarna efterfrågade säkerhet. Senare har, som tidigare nämnts i analysen, efterfrågan på obligationer med högre risk ökat. Respondent A menar att detta är ett orosmoment då de anser att för osäkra aktörer har introducerats på marknaden. De pekar på att om marknaden skulle hamna i ett mer krisartat läge kommer problem att uppstå för de som ställt ut icke-säkerställda obligationer, vilket sedermera påverkar alla på marknaden. Respondent B hävdar att de inte ser någon anledning till att en säkerställd obligation skulle stå sig bättre vid ett krisläge och att det i sådana fall är bättre att ha en längre löptid på obligationerna.

### **5.1.2 Informationsasymmetri**

Informationsasymmetri är enligt Akerlof (1970) förhållandet då den som säljer en viss produkt har mer information om dess skick än vad köparen har. En koppling kan göras till Respondent Es uttalande om obligationsprissättning. Han menar att problemet ligger i prissättningen av icke-säkerställda obligationer. De säkerställda obligationerna är troligtvis korrekt prissatta men fortsätter med att tydliggöra att investerarna inte kan bedöma risken med de icke-säkerställda. Respondent E menar alltså att de kräver för lite betalt i relation till den risk de tar. Investerarna har inte tillräckligt med information kring vad de köper och där uppstår en informationsasymmetri.

Akerlof (1970) klargör att när köparen inte har tillräckligt med information om en produkts standard sätts priset på denna enligt prissättningen av liknande produkter. Om köparen skulle ha bättre information om produkten och dess skick skulle en sämre produkt säljas billigare och vice versa. Respondent C förklarar att det extraarbete som krävs för att förstå en säkerställd obligation kan vara orsak till att istället välja en icke-säkerställd. Respondent B och Respondent A pekar även de på att prisskillnaden är för liten men tillskillnad från Respondent A är Respondent B kritiska till att ens överväga en säkerställning och syftar till att investerarna inte



efterfrågar produkten. Fastighetsbolag A har och andra sidan emitterat säkerställt och menar att orsaken till att de inte nått det önskade priset är på grund av att finansieringslösningen är ny och att de är en relativt okänd aktör på marknaden. Påståendet styrks av Respondent D som också misslyckats med att nå den priseffektivitet de önskar vid emittering av säkerställd obligation.

En följd av informationsasymmetri är Adverse Selection och signalering. Det förstnämnda baseras på när en aktör väljer ett sämre alternativ framför ett bättre på grund av informationsbrist. För att minska problemen med Adverse Selection finner Spence (1973) att det är väsentligt att använda sig av signalering. De aktörer på en marknad som innehar information om ett effektivt utövande behöver förmedla detta till mindre kunskapsberikade aktörer. Respondent D hävdar att de är beredda att dela med sig av sin kunskap för att öka kompetensen om säkerställda obligationer. Detta kan kopplas till vad Spence (1973) påstår om att minska Adverse Selection, alltså minska andelen genomförda fel på grund av informationsbrist. För att signalering ska vara effektivt påstår denna att den aktör som innehar information måste signalera starkare än övriga. Leuz & Verrecchia (2000) presenterar att informationsbrist mellan aktörer minskar om de är öppna mot varandra och ger ut mer information om respektives verksamhet. Fortsättningsvis visar de att om en investerare vet mer om företaget kommer risken med investeringen att minska och således även kapitalkostnaderna.

### **5.1.3 Alternativkostnad**

Castree et al (2013) förklarar i teorin kring alternativkostnad att en sådan uppstår för en organisation när denna står inför olika valmöjligheter. Kostnaderna för respektive genomförbart alternativ bedöms som relativa där kostnader för ett alternativ ställs i relation till vad ett annat hade kostat att genomföra. Alla alternativ kan inte genomföras samtidigt, utan fördelar måste vägas mot nackdelar för att senare kunna utvärderas och sedermera beslutas om vilket alternativ som är det mest lukrativa.

Respondent A menar att bankerna initialt hade svårt att bedöma hur de nya kapitaltäckningskraven skulle påverka dem och hade problem med att erbjuda fastighetsbolagen finansiering med lång löptid och konkurrenskraftigt pris. Vidare såg Respondent A att fler aktörer upplevde samma tendenser och att konkurrenskraftig

finansiering fanns att hitta på kapitalmarknaden. En koppling kan göras till Bonthrons (2014) teori kring den senaste tidens utveckling av obligationsmarknaden. Denne menar att obligationsfinansiering har blivit ett attraktivt alternativ till bankfinansiering. Resonemanget utvecklas med att innan användningen av obligationsfinansiering genomförs måste en analys genomföras av alternativkostnaderna. Bonthron (2014) syftar alltså till att de olika finansieringsalternativens kostnader behöver jämföras med varandra.

Respondent E tydliggör att tillgången på bankfinansiering blev mindre i samband med finanskrisen samtidigt som kostnaderna för denna typ förändrades. Bankens upplåningsränta gick från hög till låg och marginalerna gick från låga till höga. Respondent E utvecklar och menar att det blev intressant att undvika bankernas höga marginaler och intresset för alternativfinansiering ökade. Vid denna tidpunkt uttalade sig Anders Palmgren i Fastighetstidningen (2013) och menade att de icke-säkerställda företagsobligationerna inte kunde täcka hela gapet som uppstod på grund av bankernas nya förutsättningar. Andelen säkerställda obligationer behövde bli högre för att kunna ersätta den finansiering som tidigare bestod av kapital från banken. Det som dock hände menar Respondent E är att bankmarknaden i Sverige stabiliserades, likviditeten ökade och bankfinansieringen återgick till att vara ett konkurrenskraftigt alternativ. Övriga respondenter instämmer och anser att bankmarknaden idag är tillbaka i ett läge där konkurrenskraftig finansiering kan erbjudas. För tillfället anser Respondent B, Respondent A och Respondent E det är för hög alternativkostnad för säkerställda obligationer i relation till bankfinansiering.

## **5.2 Transaktionskostnader**

Williamsson (1975) syftar i sin teori kring transaktionskostnader att dessa uppstår när en affär realiserar och för att kunna utföra denna uppstår kostnader. Det ligger i de inblandades intresse att minimera dessa kostnader. Om en liknande transaktioner genomförs vid fler antal tillfällen kommer transaktionskostnaderna bli mindre. Williamson (1975) syftar ytterligare på att sökkostnader blir mindre då det sen tidigare affär finns intressenter som är intresserade av en ny affär inom samma omfattning. Utformning av kontrakt är sen tidigare inrättade och den nya affären kan baseras på en liknande standard vilket leder till en kostnadsminskning. Även kontrollkostnader reduceras då parterna sedan tidigare har information om varandra. Respondent E anspelar på att icke-säkerställda obligationer är billigare och mindre

komplicerade att utforma på grund dess avsaknad av säkerhet. Kontraktstillägg kring säkerställning behövs inte vid emittering av icke-säkerställda obligationer då det är ett lånedokument eller obligationsvillkor som förhållande måste göras till. Fortsättningsvis hävdar Respondent E att det finns svårigheter att emittera en säkerställd obligation i förvärvstillfället av en fastighet. Det som skulle göra uppbygget försvarbart är om det är attraktivt kostnadsmässigt jämfört med annan finansiering. Respondent C fyller i antagandet och menar att det krävs mycket dokumentation när en obligation ska säkerställas. Ytterligare menar respondenten att det inte finns någon formell avsikt i hur en säkerställning ska vara uppbyggd men att det i komplicerade fall kan vara kostsamt. Ett samband kan här ses till Williamson (1975) i och med att säkerställning kan se olika ut vilket leder till ökade kostnader då en standardiserad process inte kan inrättas.

Respondent C och Respondent E menar att en standardisering kring kontraktsskrivning är svårt att uppnå vilket gör att kostnaderna för detta inte kan reduceras då nya kontrakt behöver ritas upp vid respektive säkerställning. Ytterligare kostnader med säkerställda obligationer åsyftar Fabozzi (2009) på är att pantbrev behövs mot respektive fastighet i den underliggande säkerhetsmassan. Enligt information från Handelsbanken (2014) är pantbrevskostanden två procent av det belånade beloppet.

Needlese et al., (2010) förklarar att kostnaden för att ställa ut en obligation generellt relateras till fem procent av det utställda obligationsbeloppet och omfattar främst bank- och rådgivningskostnader och faller under Wiliamsson (1975) kategori kontraktskostnader. Respondent D pekar på att det krävs ett mer omfattande arbete av rådgivarna vid emittering av en säkerställd obligation för att förklara de underliggande tillgångarna som utgör säkerheten. Vidare anser Respondent D att de förmodligen skulle kunna vara möjligt att emittera en säkerställd obligation till ungefär samma finansieringskostnad som bankfinansiering. Detta stöds av Bonthron (2014) som menar att kostnaderna för obligations utställning har minskat sedan 2011, där vissa bolag lånar in kapital billigare från obligationsmarknaden i jämförelse från banken. Needlese et al., (2010) hävdar att det är redovisningsmässigt godtagbart att sprida ut emitteringskostnader under obligationens livstid men menar samtidigt att dessa kostnader sänker intjäningen på obligationen.

Respondent D påstår dock att en säkerställning av en obligation inte är så komplicerat som övriga respondenter menar och påvisar att skillnaden kostnadsmässigt inte är stor mellan de två olika alternativen. Något som dock är viktigt att fokusera på är att hitta en lämplig struktur för att säkerställa. Detta skulle i relation till Wiliamsson (1975) kunna leda till att kostnaderna reduceras. Respondent D anser att när strukturen för underliggande tillgångar är stabil kan investerarna känna trygghet i obligationen. Respondent D menar dock att för att kunna skapa förtroende hos investerarna behöver utställandet av säkerställda obligationer öka.

### **5.3 Finansieringsstrategi**

Respondent E menar att användningen av obligationsfinansiering inom fastighetsbolag inte har skett i så stor utsträckning tidigare. Historiskt har fastighetsfinansiering skett via banklån. Enligt Bonthron (2014) har bankfinansiering generellt sett varit den största finansieringskällan för svenska bolag, vilket stödjer Respondent Es uttalande. En anledning till att bolag har varit så pass beroende av bankerna kan bero på att det traditionellt sett funnits ett starkt band mellan banker och företag i Sverige. Fastighetstidningen (2013) anser att säkerställda obligationer fungerar som ett bra komplement till svenska fastighetsbolags bankfinansiering, i linje med företags vilja att inte vara för beroende av bankfinansiering. Respondent D pekar på risken i att använda sig av bankfinansiering i för stor utsträckning då det kan uppstå problem med bankerna och dess förmåga att låna ut pengar. Vidare menar Bonthron (2014) att obligationsmarknaden har vuxit sig större sedan finanskrisen 2008. Detta underbygger Respondent Ds och Fastighetstidningens (2013) uttalande om att obligationsmarknaden är att betrakta som ett bra komplement till bankfinansiering och att det är riskabelt att endast förlita sig på bankerna. Koller et al. (2005) pekar på det vitala i möjligheten för en organisation att kunna förändra sin strategi när det går dåligt. Fortsättningsvis menar de att optioner skapar möjlighet att minimera de finansiella förlusterna.

Respondent C syftar på att det traditionellt sett har varit cirka 80 procent bankfinansiering och 20 procent kapitalmarknadsfinansiering och de förutspår att den sistnämnde ökar, inte bara för fastighetsbolag utan generellt för svenska bolag. Därmed är det möjligt att göra en indirekt koppling mellan Bonthrons (2014)

påstående om en växande kapitalmarknad för finansiering av svenska bolag och Respondent Cs uttalande. SvD (2012) menar att den norska kapitalmarknaden har en hög andel utställda obligationer jämfört med den svenska. Nylander & Borg (2014) underbygger detta med att peka på att Norge står för 70 procent av den totala utställda volymen obligationer i Norden. Respondent B hävdar att om det skulle bli aktuellt för dem att emittera en säkerställd obligation skulle de vända sig till den norska då de har en mer fungerade marknad. Respondent A stödjer resonemanget och förståelsen i att emittera i Norge på grund av att marknaden är större och att kompetens att bedöma obligationsrisker är högre. Även Respondent E ser fördelarna i den norska marknaden med tanke på deras investeringstraditioner.

Respondent D anser att det finns en osäkerhet kring den svenska obligationsmarknaden då den i relation till bankfinansieringsmarknaden är relativt ung men att denna oro kommer minska i takt med att fler använder sig av finansieringsformen. Respondent E hävdar dock att när det kommer till säkerställda obligationer är det inte relevant att använda sig av en produkt som är mer kostsam och komplicerad. En koppling till varför produkten skulle betraktas som kostsam och komplicerad är var Norman (2013) förklarar; för att en säkerställd obligation ska få bli klassificerad som detta måste denna uppnå tre kriterier: Dessa kan anses kostsamma att nå upp till men som belöning för att detta ska inte utställaren behöva ge ut en så pass hög ränta till investeraren som vid emission av en icke-säkerställd obligation. En generell reflektion som för närvarande går att göra är att det inte är finansiellt förmånligt att genomföra en säkerställning. Vidare menar Respondent E att om prissättningen inte är mer fördelaktig spelar produktens säkerhet mindre roll. Det kan vara strategiskt riktigt att använda sig av obligationsmarknaden i förebyggande syfte den finansiering som är billigast är den som i slutända väljs.

## 6. Slutsats

---

*Slutsatskapitlet presenterar vad som uppdagats empiriskt samt resultat från vår studie genom att svara på den initiala forskningsfrågan. Då intentionen med studien är att öka kunskapen inom området kommer ingen lösning till problemet presenteras. Slutligen framför vi en diskussion och ger förslag till framtida forskning inom området där våra upptäckter kan användas.*

---

### 6.1 Empiriskt och teoretiskt bidrag

Uppsatsen bidrar till förståelse gällande vilka anledningar som ligger till grund för varför säkerställda obligationer inte emitteras i större utsträckning och ser till vilka nackdelar som finansieringsformen för med sig. Uppsatsen har genom en gedigen förhandsforskning och kvalitativa intervjuer kommit fram till en rad orsaker som pekar på de problem som säkerställda obligationer för med sig. Under arbetets gång har de gått under rubrikerna Real Optioner, Klassificering, Informationsasymmetri, Transaktionskostnader samt Alternativkostnad. Forskningsfrågan som ställs i denna studie syftar till att belysa syftet genom att svara på följande:

- Vilka orsaker ligger till grund för att säkerställda obligationer inte emitteras i större utsträckning i jämförelse med icke-säkerställda obligationer i börsnoterade svenska fastighetsbolag?

Den empiriska fakta som uppdagats i vår kvalitativa studie syftar till att tydligt svara på ovanstående fråga: Svenska fastighetsbolag har historiskt sett byggt den absolut största delen av sin finansiering på banklån. Den svenska obligationsmarknaden är relativt ung om man jämför med exempelvis Norge där marknaden har en längre tradition och är fungerade på ett helt annat sätt. Att emittera en säkerställd obligation är en mer komplicerad process och den erfarenhet och kompetens som finns i Sverige är begränsad vilket hämmar utvecklingen och ökningen. Vi kan också se en tydlig informationsasymmetri som bottnar i investerarens oförmåga och brist på erfarenhet när det gäller att värdera den underliggande säkerhet som kommer med en säkerställd obligation. Informationsasymmetri leder till att de fastighetsbolag som emitterat säkerställda obligationer inte nått den önskade prissättningen. Det har under uppsatsens gång uppdagats att prisskillnaden mellan en icke-säkerställd och en säkerställd obligation är betydligt mindre än vad som kan förväntas. Det råder delade meningar om det är säkerställda obligationer som är för lågt prissatt eller om det är

icke-säkerställda obligationer som är för högt prissatt. Prisskillnaden är hursomhelst överraskande liten. Utöver investerares oförmåga kan förklaring till den låga prisskillnaden hittas i att den säkerställda obligationen är en ny produkt och att de som antrar scenen först får betala ett högre pris för det. Vi kan också se att en säkerställd obligation medför vissa kostnader som en icke-säkerställd obligation inte gör. Då det inte finns ett generiskt sätt att utforma en säkerställd obligation är det svårt att standardisera processen vilket leder till att kostnaderna är höga om det är komplicerad säkerställning. Vidare kan sägas att fastighetsbolagen generellt sett har svårt att nå investmentgrade som klassificering, vilket betyder att säkerheten i obligationen inte resulterar i att priset blir högre. Slutligen kan bankernas situation pekas ut som den förmodligen största orsaken till varför säkerställda obligationer inte har ökat i större utsträckning. Bankernas situation idag ser annorlunda ut än vad den gjorde då de nya kapitaltäckningskraven infördes. Den initiala osäkerheten hos bankerna är borta. Likviditeten hos dem är goda och de erbjuder fastighetsbolagen finansiering till konkurrenskraftigt pris. Detta innebär att behovet av alternativ finansiering i allmänhet och säkerställda obligationer i synnerhet är betydligt mindre. Att använda sig av säkerställda obligationer i förebyggande syfte kan vara strategiskt riktigt, men det verkar ändå som om ökningen av de säkerställda obligationerna får vänta ett tag till.

## **6.2 Överordnade implikationer**

Respondent D nämner att de innehar information kring säkerställda obligationer som de är beredda på att föra vidare för att öka kompetensen inom området. Det hade följaktligen varit intressant att skapa ett nätverk kring säkerställda företagsobligationers applicering inom branschen. Detta för att öka transparensen bolagen emellan och vidare möjligtvis skapa priseffektiviteten genom finansieringsprodukten. Genom en väl fungerande marknad för säkerställda obligationer är det möjligt att komma åt de bankmarginaler Respondent E talar om, då beroendet av banken minskar. Följaktligen tillskansar sig fastighetsbolagen ytterligare bättre förhandlings utrymme i förhållande till banken. För att skapa en fungerande marknad är det dock viktigt att öka investerarnas kunskap för produkten, således skulle det vara intressant att även inkludera investerarkollektivet i nätverket.

### 6.3 Framtida forskning

Fastighetsbolags syn på obligationsfinansiering och dess resonemang kring att emittera säkerställda eller icke-säkerställda obligationer är ett relativt outforskat område. För att skapa ytterligare bred till området har vi funnit följande fortsatta studier intressanta:

För att vidga kunskapen och öka generaliseringen skulle andra fastighetsbolag kunna intervjuas i kombination med att relevanta investerare inkluderas och ger sin syn på området. Uppsatsen kan förslagsvis vara utformad efter liknande syfte och forskningsfrågor som denna för att skapa en helhetsbild på området. Ett annat möjligt tillvägagångssätt vid forskning är att sätta uppsatsens slutsatser i kontrast till kvantitativ data. Detta skulle skapa högre validitet inom vårt forskningsområde anser vi. Ytterligare förslag är att utföra en så kallad longitudinal studie där analys av bolag sker under en visstidsperiod för att observera bolagens utveckling. Detta skulle ge en djupare förståelse kring de processer som ett företag genomgår i fråga om företagsobligationer.



## 7. Referenser

### 7.1 Tryckta källor

Akerlof, G.A. (1970). "The Market for "lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanisms", *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, 3:ed, pp. 488-500.

Brattström E. (2014). "Den svenska finansmarknaden". Svenska Riksbanken.

Bryman, A. & Bell, E. (2007). "Business research methods", 2:a upplagan, Oxford University Press.

Bonthron, F. (2014). "Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer". Svenska Riksbanken.

Castree, N., Kitchin, R. & Rogers, A., (2013). "A Dictionary of Human Geography". Oxford University Press.

Donner, H. & Svensk, V. (2010). "Finanskrisens påverkan på svenska fastighetsbolags refinansiering", KTH, Stockholm.

Esaiasson, P., Giljam, M., Oscarsson, H. & Wägnerlund, L. (2007). "Metodpraktikan: konsten att studera samhälle, individ och marknad". 4:e upplagan. Malmö: Norstedt juridik.

Fabozzi, J. F. (2009). "Bond, Markets, Analysis and Strategies", 7:e upplagan, Pearson.

Hagetoft, J. (2014). "Ett land fullt av bostadsköer". Hyresgästföreningens riksförbund.

Heritage, J. (1984). "Garfinkel and ethnomethodology". Cambridge: Polity.

Jacobsen, D.I. (2002). "Vad, hur och varför?". Lund: Studentlitteratur.

Koller T., Goedhart M. & Wessels D. (2005). "Valuation: measuring and managing the value of companies" (4:e upplagan). New Jersey (USA): John Wiley & Sons, Inc.

- Leuz, C. & Verrecchia, R.E. (2000). "The economic consequences of increased disclosure", *Journal of Accounting Research*. Vol. 38, pp. 91-214
- Needlese, B., Powers, M. & Crosson, S. (2010). "*Principles of Accounting*". Cengage Learning.
- Norman, A. (2013). "*Säkerställda obligationer i tillämpning*". Stockholms Universitet.
- Nylander, S. & Borg, H. (2014). "*Analys av obligationsfinansiering i fastighetssektorn*", KTH, Stockholm.
- Sandström, M., Forsman, D., Stenkula von Rosen., J. & Fager Wettergren, J. (2013). "*Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten*". Svenska Riksbanken.
- Spence, M. (1973). "Job Market Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, 3:ed, pp. 355-374.
- Trigeorgis, L. (1995). "*Real Options in Capital Investment*". London (England): Praeger.
- Veidekke (2014) "*Bostadsägaralandet – Den norska modellen: En annan väg till ökat byggande, lägreboendekostnader och en bostadsmarknad i balans*".
- Williamsson, O.E. (1975). "*Markets and hierarchies: analysis and Antitrust implications*". New York: Free Press

## 7.2 Internetkällor

- Affärsvärlden (2014) "*Sammanställning: Flera nya fastighetsbolag i transaktionstoppen*". Tillgänglig:  
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3844582.ece> (Hämtat: 2014-11-20)
- Farlex Financial Dictionary (2012) "*MTN*". Tillgänglig: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/MTN> (Hämtat: 2015-01-07)

Fastighetstidningen (2013) ”*Fastighetsfinansiering flyttar bort från banken*”.

Tillgänglig: <http://www.fastighetstidningen.se/fastighetsfinansiering-flyttar-bort-fran-banken/> (Hämtat: 2014-11-15)

Fastighetssverige (2013) ”*Klövern emitterar säkerställd obligation*”. Tillgänglig:

<http://www.fastighetssverige.se/artikel/klovern-emitterar-sakerstalld-obligation-11570/> (Hämtat: 2014-11-20)

Handelsbanken (2014) ”*Lagfart och pantbrev*”. Tillgänglig:

[http://www.handelsbanken.se/shb/INeT/IStartSv.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=&navid=A\\_Finansiering&sa=/Shb/Inet/ICentSv.nsf/Default/qDB38BDD09FA6B15BC12577BA0022944D](http://www.handelsbanken.se/shb/INeT/IStartSv.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=&navid=A_Finansiering&sa=/Shb/Inet/ICentSv.nsf/Default/qDB38BDD09FA6B15BC12577BA0022944D) (Hämtat: 2014-12-18)

Riksbanken (2014) ”*Den nya bankregleringen Basel III*”. Riksbanken. Tillgänglig:

<http://www.riksbank.se/sv/Finansiell-stabilitet/Finansiella-regelverk/Aktuella-regleringsforandringar/Den-nya-bankregleringen-Basel-III/> (Hämtat: 2014-11-15)

SvD (2012) ”*Nytt bolag ska blåsa liv i obligationsmarknad*”. Tillgänglig:

[http://ackordscentralen.se/sites/default/files/pdf/svd\\_b\\_narliv\\_2012-02-06\\_artikel.pdf](http://ackordscentralen.se/sites/default/files/pdf/svd_b_narliv_2012-02-06_artikel.pdf) (Hämtat 2014-12-17)