



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Fastighetsbolags strategier vid ekonomiska kriser

*En kvalitativ jämförelse mellan fastighetsbolag
på den svenska marknaden*

Kandidatuppsats i Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborg universitet

Höstterminen 2022

Handledare: Gert Sandahl

Författare:

Erik Håkansson

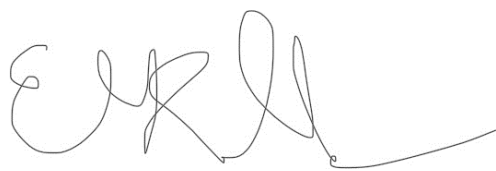
Tim Nyh

2023-01-09

Förord

Under hösten 2022 genomfördes denna kandidatuppsats som är skriven av två ekonomistudenter på företagsekonomiska institutionen vid Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet. Arbetet är en del av kursen *Industrial and Financial Management* och omfattar 15 högskolepoäng. Vi vill först rikta ett stort tack till samtliga respondenter som deltagit i vår studie och kommit med intressanta och givande inblickar i fastighetsbranschen. Slutligen vill vi även rikta ett stort tack till vår handledare Gert Sandahl för alla goda råd och hjälp på traven vi har fått under genomförandet av rapporten.

Göteborg, 9 januari 2023.



Erik Håkansson



Tim Nyh

Abstract

During 2022, Sweden has faced uncertain economic times with rising interest rates, high inflation, and war in the immediate area. The real estate industry is especially volatile for interest rates, which can be seen on the stock exchange where the OMXS30 Real Estate PI, the real estate industry index, has performed 30 percentage points worse than the OMX Stockholm 30, the thirty most traded stocks on the Stockholm stock exchange. The situation on the capital market has changed during the year in line with the increased policy rate. In recent years, bond loans have been very advantageous compared to traditional bank loans. Today the situation looks different, and bonds are traded at significantly higher interest rates than bank loans and at the same time Handelsbanken predicts that bond loans of around SEK 100 billion will need to be refinanced next year. Thus, this study intends to investigate how real estate companies act during economic crises from a strategic perspective and how the strategic action differs between companies that have suffered through the real estate crisis in the 90s. Furthermore, a qualitative survey is conducted between six property companies on the Swedish property market. In summary, the actions of the companies differ if they were founded before the real estate crisis in the 90s or if they were founded after. The clearest differences are the companies' willingness to take risks and rate of growth. The companies that were founded before the crisis generally have a lower willingness to take risks and a slower growth rate, and the companies that were founded after the crisis generally take a higher risk and aim for a faster growth rate.

Sammanfattning

Sverige har under 2022 stått inför osäkra ekonomiska tider med stigande räntor, hög inflation och krig i närområdet. Fastighetsbranschen är i synnerhet volatil för räntor, vilket syns på börsen där OMXS30 Real Estate PI, fastighetsbranschindexet, har presterat 30 procentenheter sämre än OMX Stockholm 30, de trettio mest omsatta aktierna på stockholmsbörsen. Läget på obligationsmarknaden har i takt med den ökade styrräntan förändrats under året. De senaste åren har obligationslån varit mycket fördelaktiga i jämförelse med traditionella banklån. Idag ser läget annorlunda ut och obligationer handlas till betydligt högre ränta än banklån. Samtidigt spår Handelsbanken att obligationslån om cirka 100 miljarder kronor kommer behöva refinansieras nästa år. Således skall denna rapport beskriva hur fastighetsbolag agerar vid ekonomiska kriser ur ett strategiskt perspektiv samt hur det strategiska agerandet skiljer sig mellan bolag som har genomlidit fastighetskrisen på 90-talet. Vidare görs en kvalitativ undersökning mellan sex fastighetsbolag på den svenska fastighetsmarknaden. Sammanfattningsvis skiljer sig företagens ageranden om de grundades före eller efter fastighetskrisen på 90-talet. De tydligaste skillnaderna är bolagens riskvillighet och tillväxttakt, där de bolag som grundades före krisen i regel har en lägre riskvilja och långsammare tillväxttakt och de företag som grundades efter krisen tar i regel en högre risk och eftersträvar en snabbare tillväxttakt.

Innehållsförteckning

1. Introduktion	1
1.1. Bakgrundsbeskrivning	1
1.2. Problemdiskussion	2
1.3. Syfte och frågeställningar	3
1.4. Avgränsningar	4
2. Metod	5
2.1. Val av metod	5
2.2. Urvalsprocessen	5
2.3. Urval av bolag	6
2.4. Litteratur	7
2.5. Intervjumetodik	7
2.6. Etiska aspekter	8
2.7. Avkodning	8
2.8. Metodkritik	8
2.9. Validitet & Reliabilitet	8
3. Referensram	10
3.1. Fastighetskrisen på 90-talet	10
3.2. Lärdomar från 90-talet	11
3.3. Strategier	12
3.4. Kapitalstruktur	13
3.4.1. Modigliani och Miller	13
3.4.2. Pecking order-teorin	13
3.5. Obligationsmarknaden & framtidsutsikter	14
3.6. Slutsatser av teorin	15
4. Empiri	16
4.1. Fastighetsbolags reaktioner på stigande räntor	16
4.2. Lärdomar från fastighetskrisen	18
4.3. Finansiering	20
4.4. Relation med banken	21
4.5. Strategier	22
4.5.1. Lokalisering	23
4.5.2. Bostäder och Kommersiella fastigheter	24
5. Analys	27
5.1. Fastighetsbolag reaktioner på stigande räntor	27
5.2. Lärdomar från fastighetskrisen	27

5.3. <i>Finansiering</i>	28
5.4. <i>Relation med banken</i>	30
5.5. <i>Strategier</i>	30
6. Slutsats	32
7. Framtida forskning	35
Referenser	36
Appendix	40

Figurförteckning

Figur 1 - Kursutveckling för bolagen under året 2022 fram till 30:e september.	16
Figur 2 - Kursutveckling för bolagen under perioden 2018 till 30:e september 2022.	18

Tabellförteckning

Tabell 1 – Kreditvärdering för utvalda bolag i studien samt författarnas benämning av företagen i texten.	6
Tabell 2 – Beskrivning av hur stor andel av finansieringen som är obligationer, samt hur stor den totala belåningsgraden i bolaget är.	17
Tabell 3 - Snittränta och genomsnittlig räntebindning för utvalda bolag i studien samt författarnas benämning av företagen i texten.	19
Tabell 4 - Beskrivning av den geografiska lokaliseringen av fastigheterna för de aktuella bolagen samt deras typ av fastighetsbestånd.	23

Begreppslista

AP-fonderna – Statligt ägda fonder som har till uppgift att förvalta det allmänna pensionssystemet i Sverige och skapa långsiktigt hållbara avkastningar.

Central business district (CBD) – Stads kärnan i en stad med varuhus, restauranger och kontor.

Derivat – Samlingsnamn för olika sorters värdepapper. Derivat är kopplade till händelser eller förutsättningar vid en specifik tidpunkt eller en viss tidsperiod i framtiden.

Kreditvärdering (Investment grade rating) – Förmågan för ett land eller företag att betala tillbaka sina skulder. Högre rating leder till lägre räntor på obligationsmarknaden.

Obligation - En obligation är ett skuldebrev som utfärdas av ett företag eller från staten.

Obligationemarknad – Den marknad där företag kan emittera och handla med obligationer.

OMXS30 – Index över de trettio mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen.

OMXS Real Estate PI – Branschindex över fastighetsaktier på Stockholmsbörsen.

Refinansiering – Innebär att ett nytt lån ställs ut för att betala av ett befintligt lån.

Räntebindningstid – Den period som räntan på ett lån är bunden.

Skattesköld (tax shield) – Ett bolag som är belånat kan dra av sina räntekostnader på skatten.

Snittränta – Ett mått som innefattar den genomsnittliga räntan för ett företags räntebärande instrument, exempelvis obligationer eller lån.

1. Introduktion

I följande kapitel kommer en bakgrund för studien presenteras, med fokus på det rådande ekonomiska läget som Sverige befinner sig i år 2022. En översikt av ämnet kommer introduceras och vidare kommer en problemdiskussion presenteras som mynnar ut i rapportens syfte, frågeställningar och avgränsningar.

1.1. Bakgrundsbeskrivning

Fastighetsbolag är en viktig del av den svenska ekonomin och har länge varit en attraktiv investering för många. Men det har inte alltid varit en lätt bransch att navigera i, speciellt inte under 90-talets fastighetskris då många bolag drabbades hårt av hög ränta och den dåliga ekonomiska situationen. Trots detta har fastighetsbolag fortfarande en central roll i svensk ekonomi. Under det senaste årtiondet har det varit ett klimat med låga räntor, vilket har inneburit väldigt lönsamma förhållanden för fastighetsbolag på den svenska marknaden. Samhället har under de senaste åren stött på flera väsentliga världshändelser som påverkat omvärlden i stor omfattning. Först kom coronapandemin som efterföljdes av en energikris i stora delar av Europa och dessa händelser har påverkat samhället i stort och satt avtryck i ekonomin under 2022.

I september 2022 höjde Riksbanken styrräntan till 1,75 procent vilket var den högsta sedan 2012. Det gjordes som en åtgärd för att tackla inflationen som stigit under året (Ekonomifakta, 2022). Som ett resultat av ovan nämnda händelser rör sig Sverige nu mot en lågkonjunktur. Börsen har gått kraftigt nedåt under 2022 och fastighetsbolag, som är känsliga för stigande räntor, har drabbats extra hårt under året. Vid en jämförelse mellan OMX Stockholm Real Estate PI, Stockholmsbörsens branschindex för fastighetsaktier, och OMX Stockholm 30, index över de trettio mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen, framgår det att det förstnämnda indexet har presterat 30 procentenheter sämre än OMXS30 under året 2022 (Avanza, 2022).

Under det senaste decenniet har inflationen i Sverige varit låg, men i september 2022 rapporterade SCB en inflationstakt på 9,7 procent, vilket var den högsta siffran som uppmätts sedan början av 90-talet (SCB, 2022). Enligt Europeiska centralbanken, ECB, (2022) beror den höga inflationstakten främst på tre företeelser; snabb öppning av ekonomin, ökade energipriser samt baseffekter. Den snabba öppningen av ekonomin kopplas till Corona-pandemin då stora delar av Sveriges ekonomi stängdes ned. När restriktionerna sedan hävdes skedde en snabb öppning av ekonomin, mer pengar hamnade i rörelse och spenderandet i samhället ökade. Ett resultat av detta blev att högre priser kunde sättas utan att kunderna skulle avstå från att handla.

I takt med att det började spenderas mer krävdes också en snabb omställning för företagen och produktionen behövde snabbt trappas upp igen. I takt med att företagen inte hann med detta ökade efterfrågan på varor och tjänster i en snabbare takt än utbudet.

Enligt ECB (2022) är även det ökade priset på energi bidragande till den höga inflationen, där priserna på olja, gas och el har ökat markant under 2022. Enligt ECB har hälften av den senaste tidens inflationsökning berott på ökningen av energipriser. Den tredje anledningen som lyfts av ECB är något som kallas baseffekt. Vid mätning av inflation jämförs årets priser med förra årets priser. Under 2021 var priserna ovanligt låga till följd av pandemin, vilket innebär att när 2022 års priser jämförs med 2021 års priser blir skillnaderna extra stora.

Riksbankens sätt att motverka den höga inflationen var att strama åt penningpolitiken, vilket görs genom att höja styrräntan (Riksbanken, 2022). Det leder i sin tur till högre upplåningsränta för bankerna. Handelsbanken (2022) beskriver hur en ökad ränta har direkt verkan på fastighetsbolagen eftersom de äger fastigheter som i sin tur är skuldsatta. De spår att styrräntan kommer toppa på 2,75 procent i början av 2023.

Fastighetsbranschen i Sverige har tidigare stått inför stora utmaningar och kriser, både globalt och lokalt (Johanson & Pihlgren, 2009). Under 90-talet inträffade en omfattande kris i fastighetsbranschen efter att riksbankschefen och regeringen år 1985 slopade kreditregleringen och bara några år senare, 1989, slopade valutaregleringen. Enligt myndighetsbaserade Forskning (2013) var anledningen till dessa avregleringar att motarbeta inflationen, vilket ledde till högre belåning hos hushållen.

1.2. Problemdiskussion

Fastighetsbranschen har i modern tid haft en stor fastighetskris som varade under 90-talet. Den grundade sig på 90-talet och kom att sätta avtryck på fastighetsmarknaden i form av stora vakanser på kommersiella fastigheter och lån som översteg värdena på hushållen (Jaffee, 1994). Som en följd av krisen har branschen förändrats och det råder idag mer transparens mellan fastighetsbolagen och bankerna (Jaffee, 1994; Wallenstam, 2020). Det kan även konstateras att det finns en större medvetenhet om att det ekonomiska läget snabbt kan förändras, ett exempel på det är Coronapandemin 2020. Frågan är vilka lärdomar som faktiskt tagits från fastighetskrisen på 90-talet och hur dagens världsläge kommer påverka fastighetsmarknaden framgent.

I en nyligen publicerad rapport skriver Finansinspektionen (2022), här efter benämnt som FI, att de ser en förhöjd risk för fastighetsbolag som har obligationer utestående på obligationsmarknaden. FI bedömer att perioden 2024–2027 kommer vara kritisk på grund av den höga inflationen, stigande räntor samt en svag ekonomisk utveckling under 2022. Fastighetsbolag har under de senaste åren haft möjlighet att finansiera sig på obligationsmarknaden väldigt fördelaktigt. Det har varit möjligt att finansiera sig med obligationer till samma eller till och med lägre ränta än traditionella banklån, dessutom helt utan pantsättning (Knutson, 2022). Ett bolag kan finansiera sig genom att ge ut ett skuldebrev till en motpart som är villig att låna ut pengar, i form av en obligation. I skuldebrevet anges bland annat lånets löptid, förfallodag, ränta och den avtalade premie som långgivaren ska belönas med. Anser kreditgivaren en dålig kreditvärdighet hos det emitterade företaget avkrävs i regel en högre avkastning, vilket leder till att finansieringen för emittenten blir mer kostsam.

De många fördelarna med obligationer har resulterat i att många fastighetsbolag har finansierat sig med hjälp av obligationer. Läget på obligationsmarknaden har under 2022 förändrats drastiskt, och räntorna har stigit uppemot åtta procent. När obligationerna löper ut behöver bolagen refinansiera sig och det görs idag till en avsevärt mycket högre kostnad än bara för ett år sedan. Handelsbanken (2022) släppte under hösten en nulägesanalys om fastighetsmarknaden och belyste att svenska fastighetsbolag har cirka 750 miljarder kronor i utestående obligationer. Vidare skriver de att cirka 100 till 120 miljarder kronor förfaller varje år. Det innebär att svenska fastighetsbolag kommer behöva refinansiera drygt 100 miljarder kronor nästa år och det till en väsentligt högre ränta än tidigare.

När räntorna stiger ökar företagens kostnader, en del av kostnaden kan täckas upp med höjda hyror, men inte alla. När kostnaderna ökar kommer kassaflödena att minska. De ökade kostnaderna kommer värst drabba de bolag som är högt belånade och som har låg direktavkastning (Handelsbanken, 2022). Samtidigt spår Handelsbanken att de svenska bolagen med non-investment grade kommer få problem med finansieringen framöver. Osäkerhet kvarstår dock om hur svenska fastighetsbolag kommer att finansiera sin verksamhet framöver vid en osäkrare marknad samt vilka lärdomar företagen har tagit från tidigare kriser.

1.3. Syfte och frågeställningar

Syftet med rapporten är att beskriva hur olika typer av fastighetsbolags strategier skiljer sig baserat på om företaget är grundat före eller efter fastighetskrisen på 1990-talet som varade fram till 1994. Studien kommer även inkludera vilka lärdomar som företagen har tagit från

fastighetskrisen på 90-talet samt om bolag som är grundade efter fastighetskrisens strategier skiljer sig mot de äldre företagen. Studiens mål är att undersöka sex fastighetsbolag på den svenska marknaden, där tre av bolagen är grundade före eller under fastighetskrisen, etablerade, och tre bolag som är grundade efter den tidsperioden, nyetablerade. För att få ett bredare perspektiv inkluderas även Handelsbanken i intervjustudien för att analysera hur de ser på branschen. För att slutligen kunna se hur bolagens strategier skiljer sig sinsemellan samt hur de kommer att agera framgent. Således kommer följande frågeställningar att besvaras för att uppfylla studiens syfte.

- ❖ *Hur agerar fastighetsbolag vid ekonomiska kriser i ett strategiskt perspektiv?*
- ❖ *Hur skiljer sig det strategiska agerandet åt om företaget har genomlidit fastighetskrisen på 90-talet eller inte?*

1.4. Avgränsningar

Studien avgränsas till den svenska marknaden på grund av att arbetet är begränsat under en kortare tidsperiod. Skillnader mellan olika länder hade varit en intressant punkt att undersöka, men valdes att försummas i denna studie. Rapporten genomförs under året 2022. Årsredovisningar som berör räkenskapsåret 2022 är inte tillgängliga förrän 2023 och kan därmed inte tillämpas i denna studie. Dock finns det tillgängliga delårsrapporter för bolagen i studien som sträcker sig fram till tredje kvartalet, september 2022.

2. Metod

I följande kapitel berörs valet av metod för tillvägagångsätt av rapportens intervjuer, insamling av data samt urval av respondenter. Vidare beskrivs även studiens tillförlitlighet samt påverkan utifrån etiska aspekter.

2.1. Val av metod

Valet av metod för en undersökning är väsentlig för utfallet av studien. Då studien undersöker hur fastighetsbolag agerar vid ekonomiska kriser resonerade författarna sig fram till att valet av en kvalitativ intervjustudie var lämpligt. Författarna övervägde även att inkludera en enkätstudie som baserades på djupintervjuerna, men då tiden för arbetet var begränsad genomfördes inte det i denna studie. Patel och Davidson (2011) antyder att en kvalitativ metod ger en större och bredare förståelse av ett ämne, vilket därför applicerades i denna studie. Kvalitativa undersökningar är tidskrävande i form av mycket förberedelser, kontakt med företag och potentiella respondenter samt genomförande av intervjuer och transkriberingar. Samtidigt ger det en god möjlighet till att kunna jämföra intervjuerna i relation till syftet med studien (Patel & Davidson, 2011). Enligt Bell, Bryman och Harley (2019) ger det även möjligheter att få åsikter, uppfattningar och andra subjektiva faktorer från respondenterna. Enligt Patel och Davidson (2011) är ett deduktivt arbetssätt där författarna utifrån allmänna principer, data och teorier fastställer slutsatser om rapportens syfte och frågeställning, vilket tillämpas i studien.

2.2. Urvalsprocessen

Respondenterna i intervjustudien valdes utifrån två kriterier, dels baserat på deras erfarenhet av branschen och dels utifrån deras roll i företaget. Urvalet gjordes för att få relevanta respondenter till rapportens syfte samt med god inblick i branschen och med erfarenhet från tidigare ekonomiska kriser, i synnerhet fastighetskrisen. Det ledde sedermera till en givande och informativ intervjustudie. Vidare användes en kombination av ett snöbollsurval och ett selektivt urval. Enligt Bryman (2016) är ett selektivt urval när en grupp individer väljs ut från en större grupp baserat på kriterier, vilka i detta fall baserades på ovanstående kriterier, där syftet var att hitta lämpliga respondenter för ämnet som vidare kunde guida författarna till ytterligare aktuella respondenter. I slutet av varje intervju ställdes frågan *”är det någon särskild aktör/person i branschen du anser vi bör intervjua?”*, vilket resulterade i nya potentiella respondenter och i slutändan även justeringar av frågeställningarna för att bli mer applicerbar. På så sätt nåddes

personer på ett icke-slumpmässigt sätt då personerna i första skedet var strategiskt utvalda genom ett selektivt urval.

2.3. Urval av bolag

I denna studie har en kvalitativ jämförelse av sex bolag, se tabell 1, i den svenska fastighetssektorn genomförts där bolagen är valda för att inkludera många olika typer av bolag med olika typer av fastighetsbestånd. Fastighetsbestånd brukar delas upp i bostäder och kommersiella fastigheter och det är framför allt det sist nämnda som denna studie berör. Vidare togs även den geografiska placeringen av fastigheterna i beaktning för att erhålla ett brett spann av olika typer av fastighetsbolag.

Urvalet är gjort för att jämföra tre bolag som existerade under 90-talet, alternativt grundades i anslutning till det, med tre bolag som grundades under 2000-talet. I rapporten beskrivs och jämförs företagens diversifiering, riskspridning och strategier. Fem av de sex fastighetsbolagen har endast kommersiella fastigheter i sitt bestånd. Wallenstam skiljer sig från övriga bolag då de även har bostadsbestånd i sin portfölj, beståndet är lika viktat mellan kommersiella fastigheter och bostäder (Wallenstam, 2022). Vasakronan sticker ut i två avseenden, dels att det är det enda av bolagen som har en kreditrating, dels att de är det enda av bolagen som inte är börsnoterat. Dessa små avvikelser mellan bolagen valdes medvetet för att skapa mer variation för att urskilja vilka faktorer som påverkar bolagen och i vilken mån. I tabell 1, används Moody's kreditvärderingsinstitut och det kan konstateras att Vasakronan är det enda av berörda bolag som har en kreditvärdering som är investment grade på A3 (Moody's, 2022). Att som företag ha en kreditvärdering som är investment grade är väldigt gynnsamt på obligationsmarknaden, det gör att bolagen kan teckna obligationslån till en förmånlig ränta.

Tabell 1 – Kreditvärdering för utvalda bolag i studien samt författarnas benämning av företagen i texten. (Cibus, 2022; Hufvudstaden, 2022; NP3 Fastigheter, 2022; Nyfosa, 2022; Vasakronan, 2022; Wallenstam, 2022)

Företag	Moody's rating	Författarnas benämning
Cibus Nordic Real Estate	<i>Non-investment grade</i>	<i>Nyetablerat</i>
Hufvudstaden	<i>Non-investment grade</i>	<i>Etablerat</i>
NP3 Fastigheter	<i>Non-investment grade</i>	<i>Nyetablerat</i>
Nyfosa	<i>Non-investment grade</i>	<i>Nyetablerat</i>
Vasakronan	A3	<i>Etablerat</i>
Wallenstam	<i>Non-investment grade</i>	<i>Etablerat</i>

2.4. Litteratur

Syftet med litteraturstudien var att få en bred förståelse för hur fastighetsmarknaden fungerar i stort, vilka faktorer som är väsentliga för verksamheterna samt hur bolagen arbetar med finansiering av investeringar. Genom att även undersöka fastighetskrisen på 90-talet i Sverige, erhålls en förståelse för vad som skedde då och vilka lärdomar som togs från den krisen. Vidare ligger denna förståelse som en grund för författarna inför intervjuerna med fastighetsbolag på den svenska marknaden.

Litteraturstudien baseras på rapporter, webbplatser samt vetenskaplig litteratur relaterade till ämnet. Främst användes databaserna Göteborgs universitetsbibliotek, Chalmers bibliotek och Google Scholar i sökningar av vetenskapliga artiklar. Sökorden som användes var *"fastighetsbolag"*, *"fastighetskrisen"*, *"kapitalstruktur"*, *"finansiering"*, *"lärdomar"*, *"relationer"*, *"risk"* och *"strategi"*. Vidare användes även kvartalsrapporter från de berörda fastighetsbolagen för att få en inblick i hur de såg på läget i fastighetsbranschen samt på omvärlden och dess påverkan på dem som bolag.

2.5. Intervjumetodik

Intervjustudiens syfte var att undersöka hur fastighetsbolag agerar vid en lågkonjunktur och stigande räntor. Avsikten med intervjun var också att få en inblick i hur fastighetsbolag agerade under fastighetskrisen på 90-talet och få ut data från medarbetare som verkade inom branschen under denna tidsperiod. Frågorna som ställdes under intervjuerna baserades på information från litteraturstudien. Intervjuerna var semistrukturerade, vilket syftar till att frågorna formulerades i förväg och ställdes i samma ordning till samtliga kandidater på fastighetsbolagen. Studien bestod även av en intervju med en bank, det gjordes för att få ett ytterligare perspektiv. Intervjun bestod av liknande frågor men mer inriktade på bankens syn på fastighetsmarknaden. Intervjun fokuserade på fastighetsbolagens skuldsättning, påverkan av stigande räntor samt relationer mellan bank och externa bolag.

Valet av semistrukturerad uppbyggnad valdes då Bell m.fl. (2019) beskriver att det resulterar i mer detaljerade svar bland respondenterna än en strukturerad intervju. Det är till fördel för författarna då intervjuerna kan komma in på spår som respondenterna är intresserad av och därmed få välutvecklade och intressanta svar som kan vara aktuella för studiens syfte. Fortsättningsvis spelades intervjuerna in för att minimera riskerna att missa väsentlig information och transkriberades i efterhand.

2.6. Etiska aspekter

Respondenterna i denna intervjustudie har tillåtits vara anonyma för att skydda deras integritet. Bell m.fl. (2019) framhäver vikten av att skydda respondenternas integritet vid genomförande av intervjustudier, vilket har legat till grund för det beslutet. Vidare har författarna valt att inte hålla företagen anonyma för att tydligare kunna göra en öppen analys av bolagen samt att kunna koppla ihop respondenters svar med information från delårsrapport med det berörda företaget. Integriteten av respondenterna var inte i fara då företagen är transparenta med vilken information som är offentlig. En anonymitet av företagen hade förhindrat jämförelsen mellan bolagen och genomförandet av den aktuella studien.

2.7. Avkodning

Avkodningen av intervjuerna användes för att strukturera upp den kvalitativa data som samlats in. Processen genomfördes med Word Onlines transkriberingsverktyg som genererade en text från den inspelade intervjun. Författarna var inte bekanta med verktyget innan och kvalitetssäkrade transkribering genom att även lyssna igenom intervjuerna och korrektera eventuella missar eller felformuleringar från programvaran. Författarna strukturerade upp intervjuerna utifrån följande kategorier; reaktioner på stigande räntor, lärdomar från fastighetskrisen, finansiering, relationer med banken och strategier. Slutligen så korrekturläste författarna varandras avkodning för att säkerställa kvaliteten och om något eventuellt hade missats i transkriberingen.

2.8. Metodkritik

Retroaktivt vill författarna även inkludera ett par brister i studiens metod. Det skulle varit mer tillförlitligt om samtliga respondenter på företagen hade samma företagsroller och även ställdes exakt samma frågor. Då intervjuerna var semistrukturerade uppstod det följdfrågor i vissa av intervjuerna som inte ställdes i andra. Vidare inkluderar studien en begränsad mängd av intervjuer, vilket innebär att studien inte nådde en mättnad.

2.9. Validitet & Reliabilitet

Bell m.fl. (2019) anser att det är svårt att uppnå en god validitet och reliabilitet med en kvalitativ studie. För att säkerställa validiteten i den kvalitativa intervjustudie med fastighetsbolagen samlade författarna in data från Handelsbanken för att verifiera resultatet från intervjuerna med fastighetsbolagen. Samtidigt valdes ett brett urval av respondenterna från olika bolag för att få en helhetsbild av ämnet. Det är dock svårt att uppnå en god reliabilitet då förutsättningarna på

fastighetsmarknaden ständigt förändras, i synnerhet under 2022 då studien genomförs. Bell m.fl. (2019) hävdar även att målet för kvalitativa studier är att uppnå en teoretisk mättnad, något som inte var möjligt att uppnå i den här studien då omfattning och tid var begränsad.

3. Referensram

I följande kapitel berörs olika teorier om fastighetsbolags kapitalstruktur, lärdomar från tidigare kriser med fokus på fastighetskrisen på 90-talet, vikten av externa relationer samt framtidsutsikter. Obligationsmarknaden berörs även och hur den påverkas vid stigande räntor samt vilka strategier som fastighetsbolag använder sig av och hur de justeras under kriser.

3.1. Fastighetskrisen på 90-talet

För att kunna besvara frågeställningen om vilka lärdomar som erhöles från fastighetskrisen behövs en förståelse för vad som skedde under denna tidsperiod. Startskottet för fastighetskrisen brukar anges som den 24:e september 1990, då finans- och fastighetsbolaget Nyckeln ställde in betalningarna (Jaffee, 1994). Förklaringen till det var framför allt avregleringen på kreditmarknaden, vilket ledde till att belåningen mellan 1986 och 1989 fördubblades (Lybeck, 1992). Under 80-talet hade fastighetspriserna ökat drastiskt och priserna på flerbostadshus hade ökat med 240 procent och småhus med 100 procent (Jaffee, 1994). Flera av fastighetsbolagen hade vuxit fram under 80-talet och när fastighetspriserna slutade öka förlorade bolagen de pantsatta säkerheterna och till slut stod både företag- och privatkunder med lån som översteg värdet på deras fastigheter. Det var något som branschen lärde sig av och resulterade i krav på kontantinsats samt vikten av ett positivt kassaflöde i förvaltningen.

Vidare belyser Jaffee (1994) att avregleringen av kreditmarknaden innebar att villaägare kunde bli fast med sina fastigheter på grund av att lånet översteg själva värdet på fastigheten och därmed inte hade något eget kapital att köpa ett nytt boende för vid en försäljning. Samtidigt var det den kommersiella fastighetsmarknaden som straffades hårdast under denna kris, då kontorslokaler framför allt upplevde stora vakanser till följd av krisen (Jaffee, 1994). Författaren menar fortsättningsvis att två grundläggande orsaker till krisen inom kommersiella fastigheter berodde på att investerare blev optimistiska och trodde att de skulle kunna tjäna pengar på att köpa och äga kommersiella fastigheter samt lika optimistiska bankmän gav ut lån till dem i detta syfte. Slutligen föreslår Jaffee (1994) rekommendationer för att förebygga en liknanden kris framgent genom att företag ska vara mer transparenta med informationsbytet om vakansgrader, hyror och priser. Om det inte sker hävdar Hillier m.fl. (2020) att asymmetrisk information uppstår då en av parterna sitter på mer tillgänglig information än vad som presenteras för motparten.

Det var dock inte bara fastighetsbranschen som drabbades av denna kris utan hela samhället stod inför en allvarlig kris och bankerna i synnerhet. BNP sjönk drastiskt, arbetslösheten ökade

från knappt två- till drygt åtta procent (Lundborg, 2001). Stockholmsbörsen sjönk från sommaren 1990 till följande årsskifte med 40 procent och återhämtade sig därefter under följande år för att slutligen nå botten i oktober 1992 (Nasdaq OMX Nordic, u.å.). Som en effekt av bank- och fastighetskrisen på 90-talet tog bankerna över stora mängder fastigheter och bolag, vilket resulterade i att nya bolag skapades. Securum var ett svenskt statligt bolag som bildades under krisen för att ta över och avveckla dåliga krediter från Nordbanken, numera Nordea (Cervenka, 2009). Stor del av krediterna tillhörde fastighetsmarknaden och syftet blev därmed för Securum att stabilisera den svenska fastighetsmarknaden. Från Securum bildades tre fastighetsbolag Pandox, Norrporten samt Castellum. Vidare grundades flera statliga fastighetsbolag på liknande sätt däribland Kungsleden AB, som sedan 2021 är ett dotterbolag till Castellum (Engström, 2021). Även fastighetsbolags sätt att styras ändrades under denna period. Det innebar större hänsyn till risk samt ett mer långsiktigt och hållbart arbetssätt.

3.2. Lärdomar från 90-talet

Efter fastighetskrisen på 90-talet förändrades fastighetsbranschen drastiskt. Före denna period var det vanligt för svenska fastighetsbolag att låta värdeökningarna på fastigheterna täcka upp för de negativa förvaltningsresultaten, vilket fungerar under en högkonjunktur där det konstant finns intresserade köpare. Men så fort marknaden vänder resulterar det i att färre köpare är intresserade av att investera och fastighetsägare får därmed stora problem med att få in kapital (Jaffee, 1994; Wallenstam, 2020). Vidare belyser Wallenstam (2020) att de skapade en strategi under krisen som bestod av tre delar; koncentrera fastighetsbeståndet till storstäder, göra sig av med hus som var beroende av räntebidrag samt se till att ha ett positivt förvaltningsresultat. Strategin har företaget bibehållit även efter krisen för att skapa en trygghet i företaget och kontinuitet över tid.

Därtill antyder Wallenstam (2020) att en annan lärdom från 90-talskrisen var att använda sig av femåriga affärsplaner. Det har visat sig underlätta för företaget att beskriva för kreditgivare, aktieägare, medarbetare och andra intresserade vart bolaget är på väg. Idén som bolaget anammade under 90-talet, grundar sig i en inriktning på storstadsregionerna i Sverige där fastigheternas förvaltningsresultat ska vara positivt för att upprätthålla verksamheten.

”... man får aldrig glömma bort att en bank inte är ett hus fullt med pengar, det är ett hus fullt med människor.” (Wallenstam, 2020, s.67)

Wallenstam (2020) belyser vikten av att ständigt ha en god relation med banken, även vid goda ekonomiska tider. Det är oftast när det svänger i konjunkturen och räntorna stiger som företagen

måste vända sig till bankerna. Ifall det inte tidigare har funnits något relation mellan parterna finns det därmed ingen tillit att basera förtroendet på och därför får bolaget med stor sannolikhet nej direkt av banken.

3.3.Strategier

Fastighetsbranschen är en bransch som är i stort behov av kapital för att kunna finansiera investeringar av nya projekt. Butler och Durkin (1998) menar att det är viktigt för företag att ha goda relationer med sin bank om det uppstår svårare tider. Då det innebär större möjligheter att få finansiering även för små och medelstora företag. Shimizu och Hitt (2004) belyser hur organisationer kräver en strategisk flexibilitet av verksamheten för att kunna identifiera större förändringar i takt med branschens utveckling. Det är därmed viktigt med interna och externa relationer för att behålla en strategisk flexibilitet. Författarna menar att genom att rotera anställda med nyckelroller inom företaget skapas interna relationer. Externa relationer skapas genom allianser och tätare samarbete med andra företag. Det är av yttersta vikt att erhålla nya idéer och perspektiv utifrån för att kunna fortsätta utveckla den egna verksamheten internt. Det finns likheter som kan kopplas till Wallenstams (2020) lärdomar från 90-talet, där vikten av goda relationer med banken var av yttersta vikt. Bolagets relation till banken kan därmed ses som den externa relationen där ett bra förhållande under en högkonjunktur är nödvändigt för att kunna upprätthålla relationen när konjunkturen vänder. Författarna Ali och Anwar (2021) resonerar att ett strategiskt ledarskap är viktigt för alla företag oberoende av storlek och bransch. De belyser även att långsiktiga mål är viktiga under finansiella kriser samt att det är viktigt med strategier med fokus på förvärv för att fortsätta att vara konkurrenskraftiga på marknaden.

Fastighetsbranschen använder sig av geografiska strategier där fastigheters läge klassificeras utifrån en bokstavskala från A till C, där A är det högsta värdet för läget. Edwardsen och Lindell (2015) definierar en A-fastighets som centralt belägen, bra anslutning till kollektivtrafik, bra kontorskluster samt hög status på området. Medan en C-fastighet är motsatsen till A och därmed belägen i ett dåligt område, dålig anslutning till kollektivtrafik, belägen bland sämre fastigheter samt lägre standard. Konceptet central business district, CBD, är frekvent förekommande i fastighetsbranschen och enligt Reuterswärd (2015) är definitionen att området innehåller de viktigaste funktionerna för samhället, med shoppingdistrikt, viktiga offentliga byggnader, största koncentrationen av trafik och goda kommunikationsmöjligheter. CBD kan därmed associeras med en A-fastighets läge och är viktig för fastighetsbolag vid val av förvärv av kommersiella fastigheter för att kunna maximera intäktsmöjligheterna.

3.4. Kapitalstruktur

Ett företags kapitalstruktur är ett frekvent förekommande begrepp inom företagsekonomi och innefattar ett företags förhållande mellan skulder, eget kapital samt andra värdepapper. Modigliani och Miller teorin, vilket till stor del utgör grunden för många andra moderna teorier inom ekonomin (Lindblom & Sjögren, 2022), klargjorde sambandet mellan företags kapitalstruktur och kompensation till dess finansiärer.

3.4.1. Modigliani och Miller

Modigliani och Miller utformade deras första teori 1958 om företags kapitalstruktur, även känt som kapitalstrukturens irrelevansteorem. Teorin förutsätter en perfekt marknad där skatter, transaktionskostnader och konkurskostnader ignoreras. Informationen ses också som symmetrisk (Modigliani & Miller, 1958). Den andra propositionen beskriver hur den förväntade avkastningen på eget kapital är direkt och positivt korrelerat med skuldsättningen. Anledningen till det är att risken för aktieägarna ökar i takt med att belåningen ökar, vilket kompenseras med högre avkastning.

Modigliani och Millers andra version är mer applicerbar på verkligheten eftersom den inkluderar skatter, transaktionskostnader och konkurskostnader (Modigliani & Miller, 1963). Vidare är dessutom informationen asymmetrisk, vilket resulterar i att skatteskölden som uppstår till följd av avdragsgilla räntebetalningar ökar värdet på det belånade företaget. Värdet av företaget är därmed lika med värdet av det belånade företaget plus skatteskölden. Den andra versionen av den andra propositionen inkluderar skatter, vilket leder till ett direkt samband mellan eget kapital och belåningen. Skatteskölden resulterar i att det egna kapitalet blir mindre känsligt för belåningen, även om det fortfarande alltid finns en finansiell risk med belåning (Hillier m.fl., 2020; Lindblom & Sjögren, 2022).

3.4.2. Pecking order-teorin

Pecking order-teorin, eller Kapitalrangordningsteorin som är den svenska översättningen, beskriver hur ett företags ledning bör prioritera finansiering av investeringar och projekt. Teorin, som ursprungligen kommer från Myers (1984) samt Myers och Majluf (1984), presenterar tre möjliga alternativ till finansiering samt i vilken ordning de bör prioriteras. Det antas även i teorin att informationen som är disponibel på marknaden är asymmetrisk, vilket innebär att företagen har mer information om sin verksamhet än vad investerare har. Följaktligen kan företagsledarna därmed utnyttja informationsasymmetrin för att gynna sitt eget

intresse. Som följd av detta förväntar sig potentiella investerare alltid en rabatt för att de ska investera kapital i bolaget. Nyemission resulterar i ett större krav på rabatt från investerarna då det är en mindre säker och dessutom illikvid fordran. Lån i form av banklån eller obligationslån, ses som en mer likvid fordran och renderar därmed ett lägre rabattkrav. Därmed resulterar rabatterna i en prioriteringshierarki i fallande ordning där det första alternativet, högst status, är att finansiera projektet med företagets egna vinster. Därefter kommer finansiering genom lån och slutligen kommer alternativet med nyemission, vilket klassas som en sista utväg.

3.5. Obligationsmarknaden & framtidsutsikter

De större företagen runt om i världen har ofta en kreditrating som fastställs av ett oberoende kreditratingsinstitut som exempelvis Moody's (u.å.). Enligt Lindblom och Sjögren (2022) är det bolagets förmåga att betala låneräntor som värderas samt hur stor risk det är för företaget att gå i konkurs. Vidare resulterar en bättre kreditrating i en lägre ränteskillnad, spread, vilket innebär att det blir mindre skillnad mellan värdet på obligationskupongen och inbetalningar till långgivaren. Ranking av Moody's obligationer sträcker sig från högsta rankeringen som är AAA till C där allt under bal är non-investment grade, vilket även kallas för skräpobligationer.

Enligt Sandström m.fl. (2013) återköper normalt sett emittenterna stora andelar av sina obligationer ungefär nio till tolv månader innan de förfaller och erbjuds då möjligheten att byta obligation till en med längre löptid och med en aktuell marknadsränta. Anledningen till att företag väljer att återköpa obligationerna i förtid menar författarna beror på att de vill minska risken för att inte kunna refinansiera obligationen när den förfaller. Precis som vid bankfinansiering är även obligationsfinansiering beroende av styrräntan och anpassas därefter i en kombination med kreditvärdigheten på emittenten.

Handelsbanken (2022) presenterar framtidsutsikterna för kommande år samt hur det senaste året har sett ut. Antalet bostäder till salu har ökat med 60 procent jämfört med 2021, samtidigt som den rörliga boräntan stiger mot 4,5 procent. Vidare är det ungefär två tredjedelar av hushållen som har ränteförfall inom ett år och för fastighetsbolagen är samma siffra en tredjedel, enligt Handelsbankens prognos. Därmed behöver flertalet av de stora fastighetsbolagen omförhandla sina räntor inom det kommande året, vilket kommer leda till en ökning i ränteutgifter.

3.6. Slutsatser av teorin

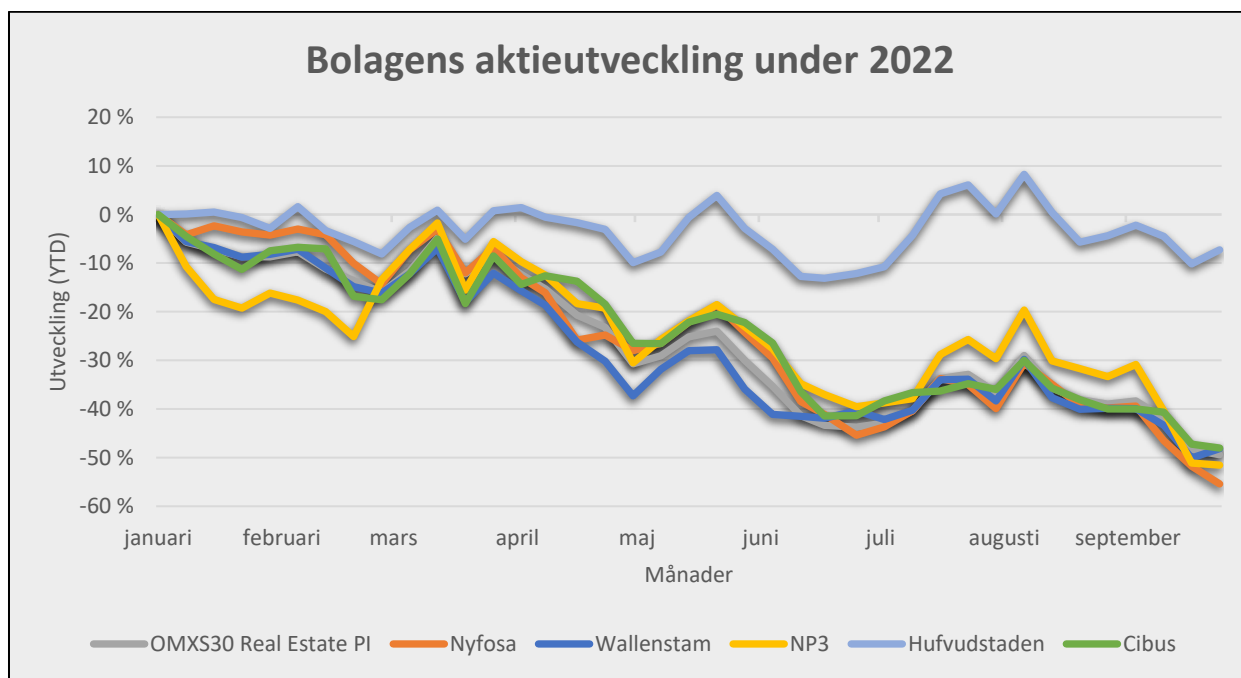
Teorierna och kunskapsbasen från Jaffee (1994) och Lybeck (1992) ger en bred förståelse för vad som föranledde fastighetskrisen på 90-talet och vilka lärdomar som togs från krisen. Wallenstam (2020) belyser sitt perspektiv från krisen och hur det har format bolagets och fastighetsbranschens sätt att arbeta på. Det viktigaste punkterna är hur relationen med banken ser ut, vilket även Butler och Durkin (1998) styrker. Shimizu och Hitt (2004) belyser samtidigt att det gäller för företag att vara strategiskt flexibla och anpassa sig utifrån hur branschen utvecklas. Pecking order-teorin beskriver att företag föredrar finansiering via eget kapital och lån före nyemission (Myers & Majluf, 1984). Det ligger till grund för att analysera hur fastighetsbolagen agerar vid ekonomiska kriser med högre räntor. Lindblom och Sjögren (2022) menar att med ett högt kreditbetyg minskar riskerna för långivarna och således blir det enklare för bolagen att finansiera sin verksamhet till en lägre ränta.

4. Empiri

Följande kapitel presenterar resultatet från intervjuerna med de sex bolagen samt resultatet från intervjun med Handelsbankens respondent. Vidare är kapitlet uppdelat i underkategorier där respondenternas svar sammanställs.

4.1. Fastighetsbolags reaktioner på stigande räntor

Finansiering inom fastighetsbranschen har länge varit synonymt med banklån, men under det senaste decenniet har finansiering på obligationsmarknaden blivit alltmer vanligt. Från intervjustudien framkommer det samtidigt att en anledning till att fastighetsbolag i högre grad valt att finansiera sig via obligationsmarknaden är att bolagen har kunnat få samma eller lägre ränta jämfört med bankernas låneränta utan att behöva pantsätta fastigheterna. I kombination med förmånliga räntor och att inte behöva pantsätta sina fastigheter har det resulterat i att andelen obligationer på fastighetsmarknaden har ökat markant det senaste årtiondet. Vid högre räntor är obligationer något som företag generellt väljer att återköpa för att refinansiera sin verksamhet, vilket resulterade i en fråga till samtliga respondenter ”hur kommer ni att finansiera er verksamhet under kommande år?”. På grund av sekretess och försiktighet bland respondenterna resulterade inte frågan i något konkret utan snarare att bolagen generellt inte är oroliga över framtiden.



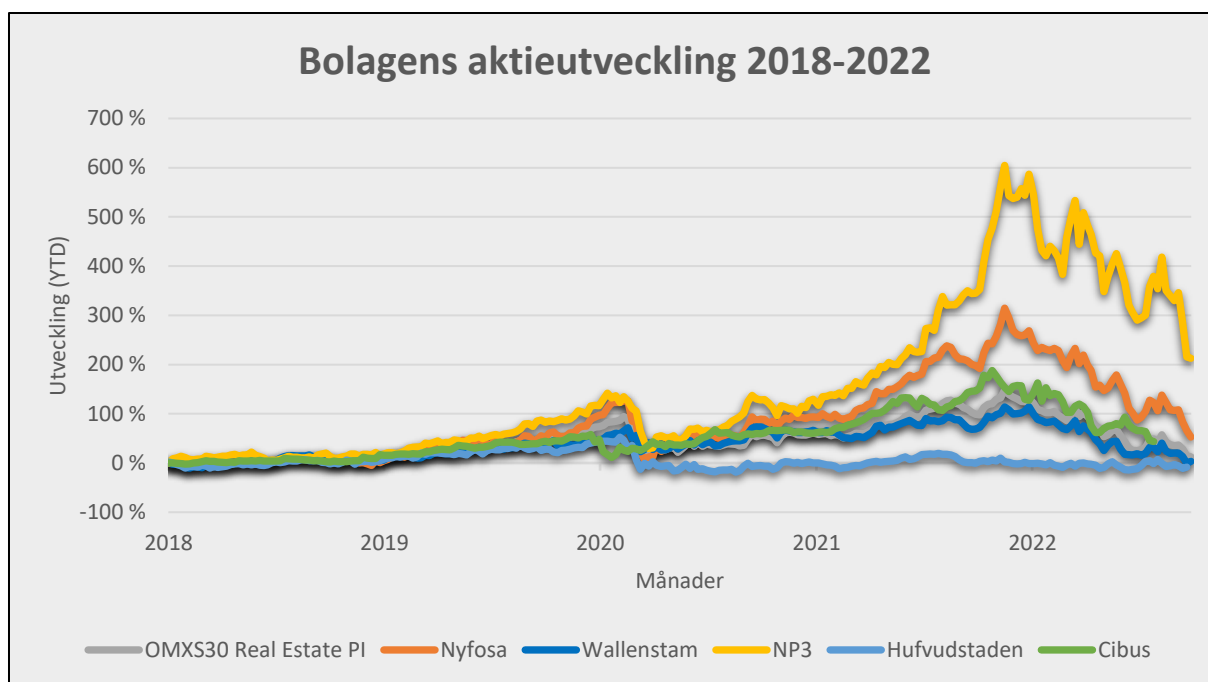
Figur 1 - Kursutveckling för bolagen under året 2022 fram till 30:e september. Med undantag för Vasakronan som inte är ett börsnoterat bolag (Börsdata, u.å.).

I figur 1 presenteras hur bolagens aktiekurs har presterat under året 2022, med undantag för Vasakronan som inte är börsnoterat. Aktiekursen jämförs i figuren med OMXS30 Real Estate PI för att se hur bolagen har presterat i förhållande till branschindexet. Det går att urskilja en tydlig trend mellan nästan samtliga bolag och indexet. Ett av företagen som sticker ut är Hufvudstaden som har presterat betydligt bättre i förhållande till index under 2022.

Tabell 2 – Beskrivning av hur stor andel av finansieringen som är obligationer, samt hur stor den totala belåningsgraden i bolaget är. (Cibus, 2022; Hufvudstaden, 2022; NP3 Fastigheter, 2022; Nyfosa, 2022; Vasakronan, 2022; Wallenstam, 2022)

Företag	Obligationers andel av lånefinansiering	Belåningsgrad
<i>Cibus</i>	20%	56%
<i>Hufvudstaden</i>	85%	18%
<i>NP3</i>	20%	55%
<i>Nyfosa</i>	7%	51%
<i>Vasakronan</i>	69%	39%
<i>Wallenstam</i>	8%	41%

I tabell 2, presenteras hur bolagens belåningsgrad ser ut samt hur stor andel av deras skuld som består av obligationer. Noterbart är att Hufvudstaden har en låg belåningsgrad men som till stor del är finansierad av obligationer. I figur 2 presenteras samtliga bolagens utveckling från 2018 till 2022. Det går att konstatera att de etablerade bolagen har haft betydligt lägre tillväxt än de nyetablerade bolagen under denna femårsperiod. De etablerade bolagen har dessutom presterat sämre än OMXS30 Real Estate PI under samma period.



Figur 2 - Kursutveckling för bolagen under perioden 2018 till 30:e september 2022. Med undantag för Vasakronan som inte är ett börsnoterat bolag (Börsdata, u.å.).

Respondenten från Handelsbanken menar att bolagen kommer få problem med finansiering under närmsta åren. De svenska fastighetsbolagen har ungefär 750 miljarder kronor utestående på obligationsmarknaden med förfall inom de kommande fem åren, dessa pengar behöver refinansieras och där kommer banken in i bilden. Bolag som inte har en investment grade rating är framför allt de som drabbas hårdast av stigande räntor på obligationsmarknaden. Bolag som Vasakronan kommer försätta att kunna använda obligationsmarknaden på grund av sin goda rating och kan därmed låna på liknande nivåer som hos banken, menar respondenten från Handelsbanken. De bolag som inte har en investment grade rating kommer behöva se sig om efter andra finansieringsmöjligheter. Volymerna som idag finns på obligationsmarknaden kommer bankerna inte ha möjlighet att ta över, vilket innebär att vissa bolag kommer bli nekad finansiering. Bankerna kommer även potentiellt att sätta motkrav mot fastighetsbolagen genom att tvinga dem att göra nyemission, slopa utdelningen, alternativt att avyttra fastigheter för att beviljas lån hos dem. Det kommer i sin tur att öppna upp för nya investeringsmöjligheter och förvärv av fastighetsbestånd för bolag med stabila finansieringsmöjligheter.

4.2. Lärdomar från fastighetskrisen

Samtliga respondenter är eniga om att lärdomarna från fastighetskrisen var många, samtidigt är det enighet om att det inte endast var fastighetsbolagen som var orsaken till krisen. Utan det framkommer från intervjuerna att det var ett fel i hela systemet som grundar sig i politiska beslut

som avregleringen av kreditmarknaden. Trots det fanns det mängder av lärdomar för fastighetsbolagen där den första och viktigaste faktorn som lyfts upp i samtliga intervjuer är vikten av en god relation mellan bank och bolag. NP3 menar att det idag finns en tydligare transparens mellan banken och fastighetsbolagen, vilket det inte gjorde under 90-talet. Bankerna och fastighetsbolagen jobbar mycket tätare och har bättre insyn i fastighetsbranschen samtidigt som de även har bättre förståelse för branschen och värdering av fastigheter. ”Cash is king” nämner flera av respondenterna under intervjuerna, vilket syftar på att finansieringen i fastighetsbranschen är helt avgörande. Före 90-talet var det vanligt förekommande att bolagen hade ett negativt förvaltningsresultat, lyfter respondenten från Wallenstam upp. Bolagen förlitade sig på att värdeökningen av fastigheten skulle täcka för drift- och förvaltningskostnaderna. Både Wallenstam och Hufvudstaden menar att de har valt att koncentrera sitt fastighetsbestånd till få städer, framför allt Göteborg och Stockholm, för att ha en mindre geografisk spridning och närmare fysisk kontakt med fastigheterna. Fastighetskrisen resulterade med andra ord i att både Hufvudstaden och Wallenstam reviderade sin affärsidé och strategi, utifrån vad de ansåg vara mest riskminimerande samt oberoende av konjunkturläge.

Wallenstam och Hufvudstaden är båda två stabila och icke volatila bolag på aktiemarknaden, vilket respondenterna från företagen tror baseras på att bolagen jobbar med att riskminimera sin verksamhet, genom att hela tiden försöka hålla en låg snittränta i kombination med en lång räntebindningstid, se tabell 3.

Tabell 3 - Snittränta och genomsnittlig räntebindning för utvalda bolag i studien samt författarnas benämning av företagen i texten (Cibus, 2022; Hufvudstaden, 2022; NP3 Fastigheter, 2022; Nyfosa, 2022; Vasakronan, 2022; Wallenstam, 2022).

Företag	Snittränta (%)	Genomsnittlig Räntebindning (år)
Cibus Nordic Real Estate	2,90%	2,8
Hufvudstaden	1,70%	1,9
NP3 Fastigheter	3,53%	1,8
Nyfosa	2,80%	1,0
Vasakronan	2,00%	4,0
Wallenstam	1,84%	3,8

Genom ett riskminimerande arbetssätt med konsekvent anpassning efter styrräntan samt konjunkturläget i Sverige, menar företagen de inte löper någon större risk för ekonomiska problem vilket annars skulle kunna innebära försäljning av fastigheter samt varsel av

medarbetare. Wallenstam är det enda bolaget i studien som utöver sitt kommersiella fastighetsbestånd även besitter ett bestånd av bostäder. Fördelningen är jämnt fördelad mellan bostäder och kommersiella fastigheter.

”Bostäder avkastar inte lika mycket som kommersiella fastigheter, dock är risken med kommersiella fastigheter att det kan bli vakanser när räntor stiger och det går mot en lågkonjunktur. Bostäder är osexiga när det är högkonjunktur, men har tryggheten att de aldrig blir tomma.” – Respondent, Wallenstam

Wallenstam menar att de även ser en typ av riskminimering genom att diversifiera sig mot både kommersiella fastigheter och bostäder. Kommersiella fastigheter är attraktiva och genererar hög avkastning under högkonjunktur, samtidigt som bostäder ger en trygghet under lågkonjunktur när kommersiella fastigheter generellt genererar sämre avkastning.

Cibus menar att deras affärsidé kom som en lärdom från krisen på 90-talet, även om bolaget grundades 2017 var fastighetskrisen något de hade i åtanke när de valde att rikta in sig på kommersiella fastigheter inom livsmedelssektorn. Anledningen till att det blev livsmedelsbranschen var på grund av den inte är särskilt volatil och konjunkturkänslig, då människor oavsett läge i ekonomin behöver handla matvaror. Respondenten från Cibus menar att bolaget, trots sin nisch inom livsmedelsaffärer, diversifierar sin verksamhet genom att varje enskild fastighet max står för en procent av bolagets driftsnetto. Det gör att bolaget inte är lika känsliga för vakanser.

4.3. Finansiering

Den fördelaktiga obligationsmarknaden har gjort att fastighetsbolag i större utsträckning har valt finansiering med hjälp av obligationer de senaste åren. Finansiering med obligationer har blivit avsevärt mycket dyrare under 2022 och läget har förändrats. Hufvudstadens belåning består till 85 procent av obligationer (Dagel, 2022). Det är en siffra som relativt andra bolag är hög. Hufvudstaden har en betydligt lägre belåningsgrad än övriga bolag i undersökningen och det kan ses som en förklaring till den höga andelen obligationslån. Respondenten från Hufvudstaden anser att med deras låga belåning och en stark balansräkning kommer de att klara sig i både upp- och nedgångar.

I Sverige är det enligt Handelsbanken (2022) cirka 100 till 120 miljarder kronor av de lån som finns utestående på obligationsmarknaden som behöver refinansieras årligen under perioden

2023 till 2025. Respondenten från Hufvudstaden avslutar med att ge utsikter för de bolag som är högt belånade.

”När obligationer förfaller hos vissa bolag kommer det inte finnas tillräckligt med banker som vill ta över deras finansiering, då behöver de i stället hitta andra tillvägagångssätt. Det kan till exempel vara att emittera obligationer till väldigt höga nivåer eller försäljning av fastigheter för att få loss likviditet.” – Respondent, Hufvudstaden

Nyfosas respondent berättar att det kan uppstå problem om finansiering endast sker med banklån. Risken är att bankens totala exponering blir för stor mot enstaka bolag. Det leder till att varje beslut blir större och svårare för banken. Nyfosa uppger sig vara ett transaktionsintensivt bolag. Det innebär att de säljer och köper många fastigheter och förlitar sig på höga kassaflöden. För ett transaktionsintensivt företag krävs snabba beslut och om det inte kan tas snabba beslut från bankens sida blir företagets strategi svår att vidhålla.

Vasakronan skiljer sig från övriga företag i studien eftersom de ägs av första till fjärde AP-Fonderna. Vasakronan är fondernas största finansiering inom fastighetsmarknaden (Vasakronan, u.å.). Respondenten belyser att deras kreditvärdighet är väldigt hög på grund av deras ägare och av den anledningen blir Vasakronan inte lika drabbad av de ökade räntorna på obligationsmarknaden. De kommer fortsatt kunna finansiera sig med obligationer till en relativt låg ränta, vilket även är deras största finansieringskälla. Trots att de fortsatt kommer kunna finansiera sig relativt billigt med obligationer menar respondenten att det även i deras fall kan komma att bli aktuellt med mer finansiering från bankerna. Samtliga responderande företag är eniga om att det kommande år kommer krävas att större del av finansieringen sker via bankerna. Det kommer bli både svårare och dyrare att finansiera sig på obligationsmarknaden.

4.4. Relation med banken

Samtliga respondenter beskriver en god relation med banken som något av det viktigaste när en ekonomisk kris inträffar. När obligationsmarknaden stänger och obligationslån förfaller krävs ny finansiering och då är det banken företagen behöver vända sig till.

”I bra tider brukar de flesta företagare glömma bort banken. Men när tiderna vänder och det blir sämre brukar de flesta vilja boka möte med banken och söka lån. Men då finns det inget förtroende från bankens sida att bygga relationen på och svaret blir nej.” – Respondent, Wallenstam

Respondenten från Wallenstam beskriver relationerna till bankerna som särskilt viktiga nu när refinansiering med nya obligationslån kommer bli betydligt dyrare. Det gör att fler kommer behöva finansiera sig med hjälp av banklån. Även Hufvudstaden är enad i synen om att en god relation med banken är en viktig del för att kunna ta sig igenom en ekonomisk kris på ett bra sätt. Även om Hufvudstaden till stor del har finansierat sig via obligationsmarknaden de senaste åren, förklarar respondenten att bolaget hela tiden upprätthåller relationerna till bankerna. De har dessutom sett till att hela tiden ha lånelöften från banker som ska kunna ta över deras obligationslån vid behov. Vidare klargör respondenten att de fastighetsbolag som under de senaste åren främst nyttjat den fördelaktiga obligationsmarknaden har gått miste om relationen med en motpart. Det betyder att när en obligation förfaller är det inte självklart att de som haft obligationen dittills vill fortsätta ha obligationen mot just det företaget, till skillnad från om man genom åren haft en god relation med sin motpart och byggt upp ett förtroende.

Respondenten från Nyfosa beskriver att det rimliga för ett företag i deras storlek skulle vara att söka sig till obligationsmarknaden, men i stället för att vända sig dit har Nyfosa valt att finansiera sig främst via banker. Anledningen till det är vikten för bolaget att ha en god relation med bankerna där diskussioner kan föras och att man på det sättet kan hjälpas åt. Vasakronan är ett bolag med stora delar av sin finansiering utestående på obligationsmarknaden. Respondenten berättar att deras relation med bankerna trots det är goda. Bolaget har mycket derivat och är därför stora kunder hos bankerna. Med hjälp av derivat, till exempel terminskontrakt kan företag försäkra sig mot förändringar i valutakurser eller räntor (Riksbanken, 2021). Vidare har de även löpande genomgångar med bolagets investerare, där de lägger stor vikt i att upprätthålla den redan goda relationen.

En positiv effekt som flera av fastighetsbolagen nämner är att coronapandemin medförde en tätare kontakt med hyresgästerna och att de jobbade mer tillsammans med frekventa samtal för att bibehålla en god relation. Det är något som respondenterna tror kommer att fortsätta framgent, det kommer krävas tätare kontakt för att hålla båda parter nöjda i samarbetet.

4.5. Strategier

Respondenternas strategiarbete varierar något baserat på dess affärsidé. I tabell 4 presenteras respektive bolags geografiska lokalisering samt fokus på bostäder eller kommersiella fastigheter.

4.5.1.Lokalisering

Tabell 4 - Beskrivning av den geografiska lokaliseringen av fastigheterna för de aktuella bolagen samt deras typ av fastighetsbestånd (Cibus, 2022; Hufvudstaden, 2022; NP3 Fastigheter, 2022; Nyfosa, 2022; Vasakronan, 2022; Wallenstam, 2022).

Företag	Geografisk lokalisering av fastigheter	Typ av fastighetsbestånd
<i>Cibus</i>	<i>I hela Norden</i>	<i>Kommersiellt</i>
<i>Hufvudstaden</i>	<i>Stockholm & Göteborg</i>	<i>Kommersiellt</i>
<i>NP3</i>	<i>Fokus på Norrland</i>	<i>Kommersiellt</i>
<i>Nyfosa</i>	<i>Sverige & Finland fokus på tillväxtkommuner</i>	<i>Kommersiellt</i>
<i>Vasakronan</i>	<i>Svenska storstäder</i>	<i>Kommersiellt</i>
<i>Wallenstam</i>	<i>Främst Stockholm & Göteborg</i>	<i>Bostäder & Kommersiellt</i>

Vid jämförelse mellan företagen valdes ett fokus på var de har valt att förvärva och bygga fastigheter geografiskt och det framgår att alla bolag förutom Nyfosa har haft en tydlig strategi med hur de valt att avgränsa sina förvärv och nybyggnationer.

En viktig lärdom från fastighetskrisen på 90-talet säger Wallenstams respondent vara att i kristider klarar sig fastigheter i storstäderna bättre än de i mindre orter. De har valt att äga fastigheter i Stockholm och Göteborg, förklaringen till det är enkel, det är där folk främst vill bo och verka. Det behöver å andra sidan inte bara vara centralt, som det är för kommersiella fastigheter, utan läget kan även handla om att det är ett område som attraktivt att bo i. Avslutningsvis förklarar respondenten att i och med att Wallenstams fastigheter är koncentrerade till Stockholm och Göteborg blir också förvaltningen effektiv.

”Många vill bo i storstäder och under kristider är urbaniseringstrenderna stora. Genom att koncentrera våra fastigheter till storstäder skulle det snarare vara en prisfråga att hitta hyresgäster om vi hamnade i en lågkonjunktur, medan ett lågt pris inte skulle spela någon roll på små orter när det var kris. Det skulle finnas för få, eller till och med inga, spekulanter (Wallenstam, 2020, s.51)”.

Hufvudstaden och Vasakronan har valt en liknande strategi som Wallenstam och satsat på fastigheter i attraktiva områden i storstäder. Hufvudstadens respondent beskriver anledningen till det på ett liknande sett som Wallenstam, att det är väldigt attraktivt för hyresgästerna och att det därför inte är något problem att hitta hyresgäster, varken i bra eller dåliga tider. NP3 har

valt en annan strategi och valt att avgränsa sitt geografiska område främst till Norrland. Respondenterna beskriver området som ett tillväxtområde och därför rimmar det med deras idé om att vara ett tillväxtbolag. En annan fördel med att avgränsa sig till Norrland är att det innebär att fastigheterna ligger i elområde ett och två. Vilket har varit till särskilt stor fördel under 2022 när elpriserna tilltagit.

Nyfosa menar på att de inte har någon tydligt utformad strategi för vilka geografiska område som de äger och förvärvar sina fastigheter i. Respondenten belyser att företaget i stället arbetar utifrån att hitta fastigheter som genererar höga kassaflöden och att lokaliseringen inte är lika viktig. Vidare arbetar Cibus med en strategi med geografisk spridning i både Sverige och Finland där de har valt att inte bara fokusera på storstäderna. Respondenten förklarar att det kan vara fördelaktigt att ha butiker i små orter då det är låg sannolikhet för konkurrerande livsmedelsbutiker i samma ort, vilket är en risk i större städer.

4.5.2. Bostäder och Kommersiella fastigheter

Av de företag som studien inkluderar har alla bolag utom Wallenstam enbart kommersiella fastigheter. Bostadsfastigheters direktavkastning är generellt lägre än för kommersiella fastigheter. I samband med högre inflation och högre räntor ökar kostnaderna för fastigheterna. För kommersiella fastigheter sätts hyrorna för 2023 efter oktobers KPI för 2022. Det innebär att hyresintäkterna täcker för de ökade kostnaderna för kommersiella fastigheter, medan bostadsfastigheter blir mer sårbara. På så sätt kan kommersiella fastigheter täcka upp stora delar av inflationen med hjälp av höjda hyror. För bostadsfastigheter förhandlas i stället kommande årshyra med Hyresgästföreningen (Hyresgästföreningen, u.å.). Normalt kommer hyresökningarna inte upp i samma nivåer som kommersiella fastigheter. Trots att kommersiella fastigheter kan täcka stora delar av de ökade kostnader med hjälp av höjda hyror är riskerna fortfarande många. Samhället rör sig mot en lågkonjunktur och i takt med det minskar efterfrågan i många sektorer, vilket kan leda till en minskad efterfråga av kommersiella lokaler. Handelsbanken (2022) menar att det främst är inom handel och restaurang som denna efterfrågan kommer att minska.

Handelsbanken berättar hur intresset för fastighetsbolag med bostäder i sin portfölj ökade under pandemin. Från att tidigare ha varit en relativt sval marknad blev bostadsfastigheter populärt. Anledningen var oron för konkurser, recessioner, lägre hyresnivåer och ökade vakanser hos de företag som ägde kommersiella fastigheter. Respondenten klargör att den främsta anledningen är att kassaflödesminskningen som sker i takt med att inflationen ökar, går att kompensera på

ett helt annat sätt med kommersiella fastigheter. Med den avtalsskrivning som kommersiella fastigheter har idag, går det att täcka mer av de ökade kostnaderna med hjälp av höjda hyror. Det går inte att göra på samma sätt med bostadsfastigheter.

Wallenstam är det enda av bolagen som har valt att förvärva och bygga både kommersiella- och bostadsfastigheter. Under intervjun återkommer respondenten till vikten av läget. Deras kommersiella fastigheter har de valt att samla i så kallade trippel A-områden i Göteborg. Avkastningen är högre på kommersiella fastigheter än bostadsfastigheter men det innebär också en högre risk, därför är det av stor vikt att fastigheterna hyrs ut och inte står tomma. Därför är det gynnsamt om fastigheten ligger i ett centralt och attraktivt läge, det minimerar risken för vakanser.

Hufvudstaden äger enbart kommersiella fastigheter. Respondenten beskriver deras kontorslokaler som väldigt attraktiva och belägna i attraktiva områdesmiljöer. Till följd av pandemin har många företag börjat söka sig mer till attraktiva lokaler som ska vara nära centrala knytpunkter och goda kommunikationsmöjligheter med kollektivtrafik. Samtidigt har coronapandemin öppnat upp för fler företag att erbjuda möjligheten att jobba hemifrån, vilket har resulterat i att företag önskar mindre kontorsytor. Avslutningsvis berättar respondenten att butiker och restauranger har det tuffare och att de har det svårare att klara av omställningen med ökade kostnader.

Vasakronan har en liknande strategi som Hufvudstaden och äger, förvaltar och utvecklar fastigheter belägna centralt i Stockholm, Göteborg och Malmö (Vasakronan, u.å.). Respondenten från Vasakronan beskriver hur deras hyresavtal är nästan 100 procent länkat efter inflationen och får därmed inflationen på hyran och ökar på så vis intäkterna. Det som inte går att föra över på hyresgästerna är räntekostnaderna, som kommer öka under kommande år.

NP3 och Cibus äger endast kommersiella fastigheter, men har olika strategier. NP3 fokuserar på kommersiella fastigheter främst i norra Sverige där industri står för majoriteten av hyresvärdet (NP3, 2022). Cibus har valt att inrikta sig på livsmedelsbutiker där mer än 90 procent av hyresintäkterna kommer från ledande livsmedelsbutiker runt om i Norden så som Kesko, Coop och S Group (Cibus, u.å.). Som tidigare nämnt har Nyfosa inte någon specifik typ av kommersiell fastighet de förvärvar, utan fokuserar i stället framför allt på kassaflöden. Respondenten förklarar att Nyfosa är ett transaktionsintensivt bolag och att bostadsfastigheter i regel genererar låga kassaflöden och att det är långa processer som inte rimmar med deras

strategi och bolag. Transaktioner ska i stället stå i centrum och inte den långsiktiga utvecklingen av förvaltningen.

Vidare berättar samtliga bolag att de kommer justera hyrorna utifrån KPI som beräknas vara runt 10 procent. NP3 belyser att deras fastigheter är belägna på mindre orter och den faktiska ökningen i kronor kommer vara betydligt mindre i förhållande till kommersiella fastigheter i A-lägen.

5. Analys

I följande kapital analyseras resultatet från intervjustudien i relation till teorin. Analysen presenteras i samma fem underrubriker som empirin; fastighetsbolag reaktioner på stigande räntor, lärdomar från fastighetskrisen, finansiering, relationer och strategier.

5.1. Fastighetsbolag reaktioner på stigande räntor

Ränteklimatet Sverige befinner sig i har resulterat i en tydlig trend bland fastighetsbolagen att återköpa obligationer. Undantaget är Vasakronan som har en A3 rating enligt Moody's (Vasakronan, 2022), det ger dem en fördel gentemot andra fastighetsbolag som inte har en kreditrating. Många av bolagen kommer behöva förnya sina obligationer under kommande åren. Intervjustudien visade på att samtliga bolag, förutom Vasakronan, kommer att behöva finansiera sig på annat håll än obligationsmarknaden. Dock uttrycker även Vasakronan att även de potentiellt kommer att röra sig mot mer banklån än tidigare på grund av osäkerheter på marknaden. För resterande av fastighetsbolagen kommer det vara en ännu tydligare skiftning. Från figur 1 och 2 går det att se hur de etablerade bolagen i Hufvudstaden och Wallenstam varit betydligt mer stabila under en längre period och aktiekursen klarar sig därmed bättre under 2022. Det gäller i synnerhet för Hufvudstaden, vilket går att förklara med den låga belåningsgraden som bolaget har. De nyetablerade bolagen har haft god tillväxt under en femårsperiod, men är volatila vid ett osäkert ränteklimat.

Sandström m.fl. (2013) belyser att det är vanligt förekommande av emittenterna att återköpa sina obligationer ungefär nio till tolv månader innan löptiden förfaller. I intervjun med Handelsbanken framkommer det att svenska fastighetsbolag har 750 miljarder utestående i obligationer och att 100 till 120 miljarder kommer att behöva refinansieras årligen. Samtidigt har banken inte möjlighet att refinansiera alla obligationslån med klassiska banklån, eftersom även de behöver riskspridning i sin verksamhet mot bolag inom andra branscher.

5.2. Lärdomar från fastighetskrisen

Fastighetskrisen på 90-talet resulterade i många lärdomar och berodde inte enbart på fastighetsbranschen, utan det var ett stort fel i systemet från både politiker och banker. Från intervjustudien framkommer det att en kris likt den på 90-talet skulle ske igen är osannolikt. Dock framgår det att företagen idag är medvetna om att läget snabbt kan förändras väsentligt. En lärdom som både Jaffee (1994) och intervjustudie visar är att fastighetsbolagen är mer transparenta med all information som de besitter och jobbar mycket närmare banken än vad de

har gjort tidigare. Vikten av transparens mellan företag menar även Jaffee (1994) är något som var en viktig lärdom från 90-talskrisen, då det minimerar risken för att asymmetrisk information skulle uppstå mellan företagen och banken. Det belyser att företagen, både etablerade och nyetablerade, har tagit lärdomar som anammats i dagens verksamhet.

Det finns dock tydliga skillnader mellan de etablerade bolagen Vasakronan, Hufvudstaden och Wallenstam och de nyetablerade bolagen Cibus, Nyfosa och NP3. Hufvudstaden och Wallenstam har varit verksamma i branschen sedan långt innan fastighetskrisen och Vasakronan bildades ur fastighetskrisen på 90-talet, vilket är något som avspeglas i bolagens affärsidéer och approach på marknaden. De etablerade bolagen är försiktiga och noggranna i vilka fastigheter de vill förvärva och fokuserar sitt fastighetsbestånd till få städer, framför allt Göteborg och Stockholm. Riskminimerande strategier som är uthålliga i finansiella kriser är gemensamt för de etablerade bolagen. Det skapar en tydlig affärsstrategi och trygghet för att klara tuffare tider, vilket även Wallenstam (2020) styrker. Samtidigt resulterar ett riskminimerande arbetssätt i att tillväxten på bolaget är något långsammare jämfört med rena tillväxtbolag. Det går att se i figur 1 där Hufvudstaden i synnerhet har presterat bättre än index under 2022, men över en fem-årsperiod har de presterat sämre än index, se figur 2. Under hösten 2021 säkrade Wallenstam räntor vilket på förhand kunde se ut som ett dumdrigt beslut med tanke på det rådande ränteklimatet. I efterhand med facit i hand kan det konstateras att beslutet utvecklades väl då räntorna eskalerade under 2022 och beslutet rimmar väl med företagets riskminimerande affärsstrategi som utvecklades under 90-talet. Cibus, Nyfosa och NP3 är alla tre nyetablerade bolag på marknaden och behöver därmed sticka ut för att kunna ta marknadsandelar. Alla bolag kan inte bara fokusera på fastigheter i CBD och A-lägen utan det finns stora möjligheter i andra orter som tillväxtkommuner och mindre städer, vilket är en gemensam nämnare för de nyetablerade bolagen. Även om Cibus grundades 2014 kommer deras affärsstrategi som en följd av krisen på 90-talet, då det är ett säkert kort att äga livsmedelsbutiker vilket behövs i alla städer och även är oberoende av konjunkturen.

5.3. Finansiering

Pecking-order teorin beskriver tre möjliga alternativ till finansiering och hur de bör prioriteras (Myers och Majluf 1984). Om företaget har möjlighet att finansiera sig med företagets egna vinster ska det i första hand nyttjas. Finns inte den möjligheten ses finansiering med hjälp av lån som det näst bästa alternativet. Det alternativ som ses som en sista utväg är nyemissioner. Samtliga bolag som har studerats och intervjuats har varit överens om att obligationsmarknaden

idag är mindre tillgänglig och mindre attraktiv jämfört med de senaste åren. Bankfinansiering är idag ett bättre alternativ och det kan konstateras att bolagen börjar sälja av obligationer för att ersätta dem med banklån.

Nästa år kommer cirka 100 miljarder kronor i obligationslån behöva refinansieras. Enligt Pecking-order teorin skulle det bästa alternativet vara att företagen refinansierar dessa med hjälp av sina egna vinster. Att företagen skulle ha möjlighet att finansiera sig på det viset är inte troligt. I stället framgår det att fler företag vänder sig till bankerna för att söka finansiering. Bankerna kan idag erbjuda en lägre ränta än obligationsmarknaden och därför sker en förflyttning från obligationslån till banklån som en effekt av de stigande räntorna. Problemet är att bankerna varken vill eller kommer ha möjlighet att ta över alla dessa lån. Respondenterna är eniga om att bankernas krav på företagen kommer öka framöver och att bankerna troligen kommer vilja se att fastighetsbolagen säljer av fastighetsbestånd eller gör nyemissioner innan de får hjälp med finansiering från bankerna.

Till följd av försäljningar och nyemissioner kan företagens kapitalstruktur komma att förändras, det innebär andelen eget kapital ökar i förhållande till skulderna. Enligt Modigliani och Millers första proposition med skatter inkluderat är värdet av det belånade företaget lika med värdet av det obelånade företaget plus skatteskölden (Modigliani & Miller, 1958). Om bankerna ställer krav på att företagen ska minska sin skuldsättning kan skatteskölden minska och således kan även marknadsvärdet minska. Om bolagen gör nyemissioner kan det enligt Pecking-order teorin sända dåliga signaler till potentiella investerare. Bolagen kommer i den mån det går att försöka undvika nyemissioner, en anledning till det är att börsvärdet hos de flesta fastighetsbolag minskat mycket under 2022 och det skulle därför innebära en väldigt hög substansrabatt vid en nyemission idag.

I tabell 4 presenteras företagens genomsnittliga räntebindning samt företagens snittränta. De etablerade företagen Wallenstam och Vasakronan har längre genomsnittlig räntebindning och samtidigt lägre snittränta än de nyetablerade bolagen. Hufvudstaden sticker ut bland de etablerade bolagen då de har en relativt kort genomsnittlig räntebindning. Det kan förklaras av att Hufvudstaden har en relativt låg skuldsättning och har på så vis minskat sin risk. Därför kan de i stället ta en lite högre risk vad gäller bindningstid. De låga räntorna kan också delvis bero på företagets goda och långvariga relationer med bankerna. De nyetablerade bolagen har i regel kortare räntebindning och högre snitträntor. Det kan förklaras av att de är i behov av snabbare tillväxt och således också behöver ta större risker.

5.4. Relation med banken

Ett genomgående tema under intervjustudien var vikten av att ha en god relation med banken, även i goda tider. Samtliga respondenter belyste vikten av detta framför allt när konjunkturläget vänder och många behöver refinansiera sina obligationslån med banklån. Med tanke på att bankerna inte kommer att kunna refinansiera samtliga lån som löper ut kommande år behöver det ske ett urval, där kommer relationen med banken in som en viktig parameter. När banken inte har möjlighet att hjälpa alla bolagen med finansiering kommer de behöva prioritera vissa bolag. Bankerna kommer fortsatt vilja ha en viss diversifiering i sina utställda lån och sprida riskerna mellan olika bolag och branscher. Det innebär att även om bankerna skulle haft möjlighet att hjälpa alla svenska fastighetsbolag skulle de inte göra det.

Relationer behöver byggas över tid och det är av stor vikt att upprätthålla relationen med bankerna i goda tider och inte bara vända sig till bankerna i kristider. De bolag som misskött relationerna med bankerna går troligen en tuffare tid till mötes jämfört med de som sett till att fortsätta bygga relationer även i de tider då behovet av bankfinansiering varit mindre. Vidare är även strategisk flexibilitet något som samtliga företag jobbar aktivt med. Både de nyetablerade och etablerade företagen jobbar med detta för att hänga med i branschens utveckling, till exempel anpassa sig till nya tekniker och nya finansieringssätt som obligationsmarknaden. Det är även av yttersta vikt att bygga externa relationer med andra aktörer som banken. Det gäller att upprätthålla en god relation för att få en trygghet i verksamheten och konsekvent arbeta mot att säkra upp lån och bygga relationer och inte vända kappan efter vinden på räntemarknaden.

5.5. Strategier

Utifrån ett strategiskt perspektiv går det att se tydliga mönster mellan de tre mindre och förhållandevis nyetablerade företagen Nyfosa, Cibus och NP3. De har ett annat typ av arbetssätt, vilket krävs för att konkurrera och växa på marknaden. Det finns tydliga synergier mellan de tre nämnda bolagen, där alla är grundande under 2000-talet och fokuserar på fastigheter i tillväxtkommuner. För att etablera sig på marknaden krävs det att företag är mer riskbenägna, samt hittar en unique selling point, USP. Nyfosa, Cibus samt NP3 är tydliga exempel på bolagen som fokuserar på just tillväxt. Nyfosa, har ett bestånd som är utspritt över stora delar av Sverige, och fokuserar på transaktionsintensitet med stora kassaflöden. Cibus, vars affärsidé grundades ur fastighetskrisen, fokuserar på att diversifiera sig inom kommersiella

fastigheter i livsmedelssektorn som inte är en konjunkturkänslig bransch och NP3 vars fokus ligger på fastigheter i norra delarna av Sverige.

Till skillnad från de nyetablerade bolagen är de etablerade bolagen mer koncentrerade i sina fastighetsbestånd och fokuserar i synnerhet på storstäderna Göteborg och Stockholm, där de söker fastighetsbestånd inom CBD med A-lägen, enligt definitionen av Edvardsen och Lindell (2015). Valet av att fokusera på storstäderna är en lärdom från tidigare kriser, då det ska vara effektivt med förvaltningen och att ett utspritt bestånd över landet försvårar den effektiva förvaltningen enligt deras perspektiv.

Teorin belyser vikten av att ha långsiktiga mål, särskilt under finansiella kriser. Det är något som de etablerade bolagen trycker på allt tydligare. Wallenstam arbetar med sina femårsplaner och Hufvudstaden arbetar med sina finansiella nyckeltal och fokuserar mer på en stabilitet snarare än tillväxt. Ali och Anwar (2021) menar att det även är viktigt med strategier för förvärv för att fortsätta vara konkurrenskraftiga under svårare ekonomiska förutsättningar. Från intervjuerna med företagen antyder de att det kommer dyka upp möjligheter för att förvärva olika typer av fastighetsbestånd på marknaden under kommande år, vilket hänger ihop med att vissa bolag behöver avyttra fastighetsbestånd. Dock är samtliga av de etablerade bolagen kräsna i vilka bestånd de kan tänkas förvärva vilket resulterar i att de ska mycket till för att de ska agera.

6. Slutsats

Fastighetsbolagen i intervjustudien är eniga om att kommande period kommer bli en prövning. De är medvetna om att läget snabbt kan förändras och att en ny fastighetskris inte helt kan uteslutas. Många av bolagen saknar kreditrating vilket försämrar villkoren för obligationslån. I takt med ökade räntor blir lånefinansieringen dyrare och framtidsutsikterna tyder på att obligationslån kommer att behöva refinansieras till en högre ränta. Bolagen kommer behöva se sig om efter andra billigare finansieringsmöjligheter. När det råder osäkra tider på marknaden är det av stor vikt att ha en tydlig och prövad strategi. Syftet med rapporten är att beskriva hur fastighetsbolags strategier skiljer sig åt. Utifrån den genomförda intervjustudien med sex fastighetsbolag och en bank på den svenska marknaden ska därmed frågeställningarna besvaras.

Hur agerar fastighetsbolag vid ekonomiska kriser i ett strategiskt perspektiv?

Fastighetsbolags strategiska agerande vid finansiella kriser skiljer sig mellan de olika bolagen och särskilt mellan de etablerade och nyetablerade bolagen. Det går att se mönster där majoriteten av bolagen väljer att dra sig bort från obligationsmarknaden och teckna mer bankfinansierade lån, då det är mer förmånligt och riskminimerande vid osäkra räntelägen. Undantaget är Vasakronan som med sin investment grade rating kan få gynnsamma räntor även på obligationsmarknaden. Vidare spår Handelsbanken att alla fastighetsbolag inte kommer ha möjlighet att kunna refinansiera sin verksamhet med bankfinansierade lån utan att det kommer ske ett urval från bankens sida, vilket resulterar i att fastighetsbolag behöver tänka om hur finansiering framöver ska se ut. Samtliga bolag i intervjustudien framstår som trygga och säkra på sina finansieringsmöjligheter framöver. Å andra sidan är det något som företagsrepresentanter för ett börsnoterat bolag behöver säga i linje med företags riktlinjer och försiktighetsprinciper. Detta för att inte sända fel signaler utåt.

Samtliga respondenter är dock medvetna om att det kommer bli tuffare tider för fastighetsbolag framöver, men ingen antyder något om att en nyemission eller avyttring av fastigheter ens är på bordet, vilket Handelsbanken anser är ett mycket möjligt scenario framgent. Det framgår att fastighetsbolag som inte har en kreditrating kommer få det betydligt svårare med finansieringen generellt kontra de som har en kreditrating. Dessutom kan det konstateras att vissa bolag kommer behöva genomföra nyemissioner och avyttring av fastigheter för att få in likviditet i verksamheten.

En röd tråd genom hela intervjustudien har varit vikten av goda relationer med banken även i goda tider. Genom ett gott samarbete med banken ger det bolagen än finansiell trygghet och

möjlighet att vara mer flexibel i sitt strategiska agerande. Utöver relationen med banken är en av de största lärdomarna från 90-talets kris ”Cash is king”. Det syftar på att ha ett positivt kassaflöde och förvaltningsresultat, vilket inte var fallet under 90-talet och en av många bidragande faktorer till krisen.

Därtill framkommer det även att fastighetsbolagens strategier inte anmärkningsvärt kommer förändras i någon större utsträckning. De etablerade bolagen är försiktiga och noggranna i sin riskminimerande strategi över vilka fastigheter de är intresserad av. Det innebär att potentiella förvärv av fastigheter under den närmaste åren kommer vara fåtal. De nyetablerade bolagen kommer även de hålla fast vid sina strategier, men med undantag att de möjligen kan få svårigheter med finansieringen och skiftningen från obligationsmarknaden till banklån. Det är även de nyetablerade bolagen som löper störst risk att behöva genomföra en potentiell nyemission alternativt försäljning av fastigheter.

Hur skiljer sig det strategiska agerandet åt om företaget har genomlidit fastighetskrisen på 90-talet eller inte?

I stora drag är den största skillnaden att de etablerade bolagen är mer riskaverta än de nyetablerade bolagen. De har genomlidit tidigare kriser och är därmed väl rustade för nya eventuella kriser. Wallenstam, Hufvudstaden och Vasakronan är alla väldigt kräsna med sina förvärv och noga med att de på lång sikt ska vara en bra investering. En viktig lärdom från 90-talskrisen är att i kristider söker sig folk till storstäderna, därför har de valt att fokusera sina fastighetsbestånd till främst Stockholm och Göteborg. Bolagen har stora fastighetsbestånd i dessa städer och innehar därmed många av de mest attraktiva fastigheterna. Kritik kan i goda tider riktas mot att de etablerade bolagen är väl försiktiga och att de går miste om investeringsmöjligheter som skulle kunna gynna aktieägarna. I sämre tider ses däremot de etablerade företagen som en mer attraktiv placering än de nyetablerade då de ofta står stadigare genom kriser, se figur 1. Riskvilligheten ger också uttryck i bolagens genomsnittliga räntebindning. Vasakronan och Wallenstam har längre genomsnittlig räntebindning än vad Cibus, NP3 och Nyfosa har. Hufvudstaden sticker ut av de etablerade och har en kortare genomsnittlig räntebindning än Wallenstam och Vasakronan, detta beror till stor del av företagets låga skuldsättning, se tabell 4.

De nyetablerade bolagen har inte möjlighet att arbeta på samma sätt eftersom de fokuserar på en snabbare tillväxt. Med tanke på att de etablerade företagen äger många av de mest attraktiva fastigheterna i storstäderna är det också svårt att förvärva dessa och efterlikna deras strategi,

trots vetskapen om att de bestånden troligen är bättre rustade för kriser. Goda relationer med bankerna lyfts av samtliga bolag som väldigt viktigt i kristider. Relationer och förtroende byggs upp över tid och de etablerade företagen har tidigare gått igenom 90-talskrisen tillsammans med bankerna och bevisat att de klarat av att ta sig igenom kriser förut. De kan därför ha ett större förtroende hos bankerna än de företag som grundades efter 90-talskrisen. Det är också delvis något som avspeglas i företagens genomsnittliga räntor, där de etablerade företagen i regel har lägre snitträntor än de nyetablerade företagen.

Riskaversion och förberedelser för att en kris skall komma är viktigt, oavsett om det gäller ett etablerat bolag som varit verksamt i flera år eller om det är ett nyetablerat bolag. Risk går att minska på många sätt och inte bara genom de ovan nämnda exemplen, men det är tydligt att strategierna skiljer sig åt mellan de etablerade och de nyetablerade bolagen. Som ett exempel har Cibus valt att rikta in sig på livsmedelsbutiker eftersom de under 90-talskrisen såg att behovet av livsmedel kommer bestå oavsett hög- eller lågkonjunktur. Sammanfattningsvis kan det konstateras att de etablerade bolagen är mer riskaverta i sitt strategiska agerande och har således en långsammare tillväxt än de nyetablerade bolagen. De nyetablerade bolagen är i större behov av en snabbare tillväxt och behöver därmed även ta en större risk.

7. Framtida forskning

Med tanke på att rapporten genomförs i början på en lågkonjunktur är det oklart när denna cykel tar slut och om det kommer definieras som en kris. I kombination med osäkra tider runt om i hela världen hade det varit intressant att göra en studie som jämför hur fastighetsbranschen i andra länder påverkas under lågkonjunkturer och jämföra med denna studie som är baserad på den svenska marknaden. Vid genomförande av den föreslagna studien hade resultatet i studien bekräftas alternativt ifrågasättas som i sin tur hade givit bättre validitet på den aktuella rapporten.

Vidare rekommenderas även att inkludera hur företagen väljer att finansiera dess verksamheten under den aktuella lågkonjunkturen för att se vilken typ av finansiering som faktiskt appliceras under kommande år och även hur fördelningen mellan lån finansierade från obligationsmarknaden jämfört med bank kommer att förändras framgent. Dessutom skulle det vara intressant att se hur de nyetablerade och de etablerade bolagen faktiskt presterar på aktiemarknaden under kommande år.

Referenser

- Ali, B. J., & Anwar, G. (2021). Real Estates Strategies: Analysis of Strategic Management Practices in Real Estate Companies. *International Journal of Rural Development, Environment and Health Research*, 5(3), 35–48. <https://dx.doi.org/10.22161/ijreh.5.3.5>
- Avanza (u.å.). *OMX Stockholm Real Estate PI*. Hämtad 2022-11-10 från <https://www.avanza.se/index/om-indexet.html/334595/omx-stockholm-real-estate-pi%22>
- Bell, E., Bryman, A., och Harley, B. (2019). *Business research methods – fifth edition*. Oxford: Oxford University Press
- Bryman, A. (2016). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Liber AB.
- Butler, P. & Durkin, M. (1998). "Relationship intermediaries: business advisers in the small firmbank relationship". *International Journal of Bank Marketing*. Vol. 16, Nr. 1, s. 32-38.
- Börsdata. (u.å.). *Terminal*. Hämtad 2022-12-08 från <https://borsdata.se/terminal/se/>
- Cervenka, A. (2009, 5 november). 90-talets kris födde börsbolag. *Svenska Dagbladet*. <https://www.svd.se/a/c68e959d-2235-3086-a2a4-8a743bc73e38/90-talets-kris-fodde-borsbolag>
- Cibus. (u.å.). *About Us*. Hämtad 2022-12-19 från <https://www.cibusnordic.com/about-us/>
- Cibus. (2022). *Delårsrapport Q3 2022*. Hämtad 2023-01-06 från https://l.cdn.bequoted.com/1/delarsrapport-q3-2022-99619/Cibus_Delarsrapport_Q3_2022.pdf
- Dagel, M. (2022, 14 oktober). Obligationsfesten slut – nu slår björnfällan till. *Dagens industri*. <https://www.di.se/analys/obligationsfesten-slut-nu-slar-bjornfallan-till/>
- Edwardsen, E. & Lindell, A. (2015). *Fastighetens ABC - En kvalitativ studie inom klassificering av kommersiella kontorsfastigheter i Göteborg* [Kandidatuppsats, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet]. Göteborgs universitets publikationer – elektroniskt arkiv. https://gupea.ub.gu.se/bitstream/handle/2077/40699/gupea_2077_40699_1.pdf?sequence=1
- Ekonomifakta (u.å.). *Styrräntan*. Hämtad 2022-11-14 från <https://www.ekonomifakta.se/fakta/ekonomi/finansiell-utveckling/styrrantan/>
- Engström, F. (2021, 10 november). Castellum i mål med megaköpet av Kungsleden. *Fastighetsvärlden*. <https://www.fastighetsvarlden.se/notiser/klart-castellum-over-90-procent-i-kungsleden/>
- Europeiska centralbanken. (2021). *Varför är infaltionen så hög just nu?*. https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/high_inflation.sv.html

- Forskning.se (2013). *Avregleringar ledde till finanskrisen 1990*. Hämtad 2022-11-14 från <https://www.forskning.se/2013/04/25/avregleringar-ledde-till-finanskrisen-1990/>
- Handelsbanken. (2022). *Fastighetsrapport – insikter & utsikter*. <https://www.handelsbanken.se/tron/public/info/contents/v1/document/32-96705?fbclid=IwAR3VXcs0oh090ou1gKOHw8WN5R6SsTbv4SWm8Ruicuu8WZqX9j7gNFz3XCU>
- Hillier, D., Ross, S., Jaffe, J., & Jordan, B. (2020). *Corporate finance*. (4th edition). McGraw Hill.
- Hufvudstaden. (2022). *Delårsrapport januari – september 2022*. Hämtad 2023-01-06 från <https://hufvudstaden.se/investerare/rapporter/2022/delarsrapport-januari---september-2022/>
- Hyresgästföreningen. (u.å.). *Så förhandlar vi din hyra*. Hämtad 2022-12-16 <https://www.hyresgastforeningen.se/om-oss/vad-vi-gor/hyresforhandling/forhandlingsprocessen2/>
- Jaffee, D. M. (1994). *Den Svenska Fastighetskrisen*. Stockholm: SNS Förlag.
- Johansson, A., & Pihlgren, I. (2009). *En jämförelse mellan den svenska 1990-talskrisen och krisen år 2008* [Kandidatuppsats, Karlstads universitet] Karlstad universitets arkiv. <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:225308/FULLTEXT01.pdf>
- Knutson, M. (2022, 11 augusti). Ljusning efter stormen – nu återvänder investerarna. *Dagens industri*. <https://www.di.se/nyheter/ljusning-efter-stormen-nu-atervander-investerarna/>
- Levy, A., & Hennessy, C. (2007). Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions?. *Journal of monetary Economics*, 54(6), 1545–1564.
- Lindblom, T., & Sjögren, S. (2022). *Investeringsbedömning och modern finansiell teori*. Studentlitteratur.
- Lundborg, P. (2001). Konjunktur- och strukturproblem i 90-talets arbetslöshet. *Nationalekonomiska föreningen*, 29(1), 7–18. Hämtad 2022-11-28 från, <https://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/legacy/29-1-pl.pdf>
- Lybeck, J. A. (1992). *Finansiella kriser förr och nu*. Stockholm: SNS Förlag.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, s. 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 48, s. 261-297.
- Moody's. (2022). *Vasakronan AB: Update to discussion of key credit factors*. Hämtad 2022-12-09 från https://s3.eu-central-1.amazonaws.com/wwwvasakronanse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2022/04/moodys_credit_opinion_vasakronan_ab_01apr22.pdf

- Moody's. (u.å.). *About Moody's*. Hämtad 2022-12-22 från <https://www.moody.com/web/en/us/about/who-we-are/about-us.html>
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Financial Economics*, 39, s.575-592.
- Myers, S.C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. *Journal of Financial Economics*, June, s.187-221.
- Nasdaq OMX Nordic. (u.å.). *OMXS30, OMX STOCKHOLM 30 INDEX, (SE0000337842)*. Hämtad 2022-11-28 från, https://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska_kurser?languageId=3&Instrument=SE0000337842
- NP3 Fastigheter. (u.å.). *Om oss*. Hämtad 2022-12-13 från <https://www.np3fastigheter.se/om-oss>
- NP3 Fastigheter. (2022). *Delårsrapport januari – september 2022*. Hämtad 2023-01-06 från <https://www.np3fastigheter.se/media/pressmeddelanden?page=/perma/press/2061050>
- Nyfosa. (2022). *Interim report January – September 2022*. Hämtad 2023-01-06 från <https://nyfosa.se/en/wp-content/uploads/sites/2/2021/08/Report-221020.pdf>
- Patel, R. & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder - Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Studentlitteratur AB, Lund.
- Reuterswärd, A. (2015). *Områdeseffekter av ett renoveringsprojekt i Stockholm CBD: - Fallstudie av Diligentias fastighet Sveavägen 44*. (Dissertation). Hämtad från <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:kth:diva-168304>
- Riksbank. (u.å.). *1985 – Novemberrevolutionen*. Hämtad 2022-11-16 från <https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/historia/historisk-tidslinje/1900-1999/novemberrevolutionen/>
- Riksbank. (2021). *Den svenska derivatmarknaden*. Hämtad 2023-01-16 från <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/svenska/2021/den-svenska-derivatmarknaden.pdf>
- Sandström, M., Forsman, D., von Rosen, J. S., & Wettergren, J. F. (2013). Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten. *Penning-och valutapolitik*, 2, s. 22-49.
- SCB. (u.å.). *Var tid har sin inflation*. Hämtad 2022-12-01 från <https://www.scb.se/hitta-statistik/redaktionellt/var-tid-har-sin-inflation/>
- Shimizu, K. and M.A. Hitt (2004) "Strategic flexibility: Organizational preparedness to reverse ineffective strategic decisions", 18(4), 44-59.
- Sveriges riksbank. (2022). *Penningpolitisk rapport, september 2022*. <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/penningpolitisk-rapport/2022/penningpolitisk-rapport-september-2022/>

Vasakronan. (u.å.). *Vasakronan på lite mer än 60 sekunder*. Hämtad 2022-12-17 från <https://vasakronan.se/om-vasakronan/foretaget/kort-om-oss/>

Vasakronan. (2022). *Delårsrapport januari – september 2022*. Hämtad 2023-01-06 från <https://www.vasakronan.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2022/10/vasakronan-delarsrapport-q3-2022.pdf>

Wallenstam, H. (2020). *Mot alla odds – vägen ur fastighetskrisen*. Bokförlaget Nona.

Wallenstam. (2022). *Wallenstams delårsrapport 1 jan-30 sep 2022: God grund att stå på*. <https://www.wallenstam.se/sv/wallenstam/investor-relations/finansiella-rapporter/?pressItemId=2061843>

Appendix

Intervjumall

- Kan du lite kort beskriva din arbetsroll och bakgrund?
- Kan du lite kort beskriva företaget du jobbar på?
- Hur ser affärsstrategi ut?
 - Kommersiellt eller bostäder?
 - Geografiskt läge
- Agerar ni annorlunda vid en lågkonjunktur kontra en högkonjunktur och i så fall på vilket sätt?
- Hur kommer ni att finansiera er verksamhet och investeringar framöver i och med att styrräntan och inflationen just nu (2022) är stigande?
 - Kommer det potentiellt kunna ske en nyemission?
- Hur ser er relation till banken ut?
- Hur motiverar ni er belåningsgrad?
- Vad tog ni för lärdomar från fastighetskrisen på 90-talet?
- Vilka är era största utmaningar under kommande år?
- Följdfrågor.
- Övriga tankar.