

CER

CENTRUM FÖR FORSKNING OM
EKONOMISKA RELATIONER

RAPPORT 2013:11

INVESTERINGAR I STORA

FASTIGHETSBESTÅND

En investering för framtiden



EUROPEISKA
UNIONEN
Europeiska
regionala
utvecklingsfonden



Länsstyrelsen
Västernorrland



Mittuniversitetet
MID SWEDEN UNIVERSITY

Investeringar i stora fastighetsbestånd

Peter Öhman, Bo Söderberg och Stig Westerdahl

Det finns en föreställning om att alla fastighetsinvesteringar följer en viss mall. En studie som Peter Öhman vid CER genomfört tillsammans med Bo Söderberg vid Uppsala universitet och Stig Westerdahl vid Malmö högskola visar att så inte behöver vara fallet. Som ett alternativ till den gängse bilden presenterar författarna två typfall av beteenden vid stora fastighetsinvesteringar med avseende på hur aktörer kan organisera arbetet, använda externa konsulter, värdera fastigheterna och säkra den finansiering som krävs för att kunna lägga ett slutligt bud på ett fastighetsbestånd. Resultaten har tidigare publicerats i den prisbelönta internationella tidskriftsartikeln "Property investor behaviour: Qualitative analysis of a very large transaction" (Öhman, Söderberg och Westerdahl, 2013).

Inledning

Det finns ett stort antal normativa beskrivningar av hur fastighetsinvesteringar bör eller ska genomföras.¹ Som en följd av detta finns det en föreställning om att alla fastighetsköp följer en viss mall och att de görs på ett rationellt sätt. Samtidigt framskymtar en vilja att ifrågasätta detta antagande och likaså ett växande akademiskt intresse för att analysera hur fastighetsinvesteringar de facto går till i praktiken. Genom att stora fastighetsaffärer blivit allt vanligare finns även ett växande akademiskt intresse för fusioner och förvärv.² Då fastighetsinvestorer tenderar att gå mer systematiskt tillväga vid stora förvärv än vid rutinmässiga köp, kan empiriska studier av stora fastighetsaffärer bidra till att uppmärksamma viktiga skillnader mellan tillrättalagda teoretiska beskrivningar av rationella investeringsstrategier och investeringsbeteenden i verkliga situationer.

År 2008, när de internationella finansmarknaderna skakades av en omfattande ekonomisk kris, genomfördes en anmärkningsvärt stor fastighetsaffär i Sverige. Försäljningen av Vasakronan sägs vara den enskilt största affär som någonsin gjorts på den svenska fastighetsmarknaden och det kan också ha varit den största fastighetstransaktionen i Europa det året. Säljare var den svenska staten och affären var ett led i den borgerliga regeringens ambition att sälja ut statliga företag. Köpeskillingen för Vasakronans fastighetsbestånd uppgick till 41,1 miljarder kronor (cirka 4,3 miljarder euro), vilket motsvarar i storleksordningen två procent av det totala marknadsvärdet för alla svenska fastigheter vid tiden för köpet.

¹ Se t.ex. Sirmans och Worzala (2003); Geltner et al. (2007).

² Se t.ex. Cartwright och Schoenberg (2006).

Syfte och tillvägagångssätt

Syftet med denna studie var att beskriva och analysera hur fastighetsinvestorer agerar i samband med en stor fastighetsaffär med avseende på hur de hanterar information av varierande kvalitet, värderar fastigheter som är till salu, kommer fram till ett bud, säkrar den finansiering som krävs för att kunna avsluta affären och hanterar konkurrensen från andra anbudsgivare.

Trots att kvalitativa metoder är relativt sällsynta inom fastighetsforskning kan ett sådant metodval ge illustrativa beskrivningar av det fenomen som undersöks. Löst strukturerade intervjuer uppmuntrar dessutom respondenterna att själva forma sina berättelser. Om respondenterna därtill ombeds beskriva ett specifikt fall, snarare än att ge en allmän översikt utifrån en rad olika fall, är det troligt att de kommer att lämna rikhaltiga och relativt detaljerade redogörelser.³

Hösten 2011 fick vi tillfälle att intervjua två representanter för det företag som lade det vinnande budet på Vasakronans fastigheter. Företaget ifråga, AP Fastigheter, ägs gemensamt av första, andra, tredje och fjärde AP-fonden och ska enligt sitt uppdrag äga och förvalta fastigheter i Sveriges största städer.⁴ De två representanterna för AP Fastigheter hade, utöver en omfattande erfarenhet av fastighetsbranschen, löpande kontakter med företagets styrelse och därmed en unik inblick i affären. En av dem ledde den grupp som hade till uppgift att försöka förvärva fastigheterna. Förutom det övergripande ansvaret arbetade han med de finansiella aspekterna av affären. Den andra intervjupersonen var ansvarig för den grupp som hade till uppgift att värdera fastigheterna.

Vi genomförde även en intervju med grundaren och verkställande direktören för Areim, ett mindre privat svenskt fastighetsbolag som företrädde det konsortium som förlorade den slutliga budgivningen. Verkställande direktören hade kännedom om de fastigheter som ingick i transaktionen från tidigare befattningar i branschen. En del av hans arbetsuppgifter bestod i att leda den grupp inom Areim som arbetade med värderingen av fastigheterna. En annan del av hans arbete handlade om att bilda och samordna ett internationellt konsortium av företag med tillräcklig finansiell styrka för att kunna lägga ett seriöst bud på Vasakronan. I konsortiet ingick, förutom Areim, de två USA-baserade företagen Blackstone och Goldman Sachs. Tyvärr fick vi inte tillfälle att intervjua några representanter för dessa båda företag. Även om det är en begränsning, har de tre intervjuade personerna stor insikt i de händelser som

³ Jönsson och Macintosh (1997); McAllister et al. (2008).

⁴ Efter förvärvet av Vasakronan bytte AP Fastigheter namn till Vasakronan. Företaget är den största aktören på den svenska fastighetsmarknaden och förvaltar fastigheter värderade till mer än 82 miljarder kronor.

inträffade fram tills det att affären avslutades i september 2008. Var och en av dem berättade öppenligt om affären i närmare två timmar.

Denna studie är begränsad i så måtto att den endast behandlar en fastighetsaffär och bygger på ett fåtal intervjuer. Samtidigt motsvarar affären i sig mer än hundra normalstora transaktioner i termer av det totala värdet. Dessutom satte affärens omfattning alla deltagare under ovanligt hårt tryck med tanke på alla stora och små problem som måste lösas inom en begränsad tidsrymd. Resultaten från denna, visserligen begränsade, fallstudie kan således ge nya insikter om stora fastighetsaffärer.

Två typer av beteenden vid stora fastighetsinvesteringar

En transaktion av denna storlek ger upphov till många intryck, allt från målen med försäljningen, de inblandade aktörernas förberedelser och övergripande strategier, till de slutgiltiga buden på fastighetsbeståndet. Vad man först lägger märke till är att de två studerade aktörerna följde ett antal etablerade rutiner och arbetssätt, allt enligt normativa beskrivningar.⁵ De två projektorganisationerna liknade också varandra i många avseenden: täta grupper av hårt arbetande experter med gott självförtroende som fokuserade på sitt eget arbete, utan att lägga särskilt stor energi på eventuella konkurrenter. En annan gemensam nämnare var ointresset för utvärderingar. När affären väl var avslutad gick båda aktörerna vidare, antingen för att ta sig an de förvärvade fastigheterna eller för att ge sig ut på jakt efter andra fastigheter att köpa.

Trots ovanstående likheter visar denna studie på två olika sätt att ta sig an och arbeta med en stor fastighetsaffär. Ett starkt sammanhållet företag med interna resurser ställdes mot ett internationellt nätverk som kombinerade lokal kännedom med erfarenhet av liknande affärer i andra länder. I sammanhanget måste nämnas att det var en olycklig tid att sälja fastigheter 2008, men den politiska processen tog ingen hänsyn till detta. Finanskrisen slog hårt mot flera aktörer som av allt att döma hade varit intresserade av att lägga ett bud om affären ägt rum bara ett år tidigare. Samtidigt gav finanskrisen oss förutsättningar att identifiera beteenden hos de två aktörer som hade, eller lyckades mobilisera, tillräckliga resurser för att lägga ett bud på Vasakronan (se Tabell 1).

⁵ Se Geltner et al. (2007).

Tabell 1: Två typfall av beteenden vid stora fastighetsinvesteringar

Utgångspunkter	AP Fastigheter	Areim
Aktör	Ett svenskt statligt företag med stabil intern organisation, ägt av fyra pensionsfonder.	Ett internationellt konsortium bestående av tre privatägda företag i ett samverkade nätverk.
Ägarmandat	Instruktioner att förvärva välskötta och långsiktigt lönsamma fastigheter. Jämförelsevis låga avkastningskrav.	Instruktioner att förvärva lönsamma investeringsobjekt till fastställda och jämförelsevis höga avkastningskrav.
Intresse för investeringen	Proaktivt beteende genom tidiga och noggranna förberedelser, god planering och god kunskap om fastighetsbeståndet.	Reaktivt beteende genom att fånga möjligheten när den dök upp och genom att agera med "snabbt fotarbete".
Attityd till den egna kapaciteten	Självförtroende från nationella transaktioner och framför allt utifrån kunskap om det speciella fastighetsbeståndet.	Stort självförtroende från tidigare internationella projekt och utifrån kunskap om stora fastighetsaffärer.
Användande av konsulter	I viss omfattning för att dubbelkolla värderingar samt för mindre centrala uppgifter i samband med skattefrågor, juridiska aspekter och mediekontakter.	I mycket begränsad omfattning och endast för mindre centrala uppgifter.
Värdering av fastigheterna	Sifferberäkningar fastighet för fastighet, men även med fokus på "de stora talens lag" och med hänsyn till betydelsen av att äga de aktuella fastigheterna.	Endast sifferberäkningar, fastighet för fastighet.
Finansiering	Finansiering med eget kapital och banklån till relativt låga kostnader.	Komplicerade och kreativa lösningar med en relativt stor andel banklån till relativt höga kostnader.
Slutligt bud	En spelstrategi med två parallella processer, baserat dels på värderingen av fastigheterna som sådana och dels på framtida marknadsutsikter. Hänsyn till portföljaspekter och rabatter.	Ett bud (i två versioner beroende på finansiella aspekter) utan hänsyn till portföljaspekter och rabatter.

Redan innan köpet av Vasakronan var AP Fastigheter den största aktören på den svenska fastighetsmarknaden. Företaget hade alla nödvändiga resurser för värdering, finansiering och andra grundläggande uppgifter och kunde därför organisera sitt arbete med hjälp av egen personal. I denna process kan AP Fastigheter beskrivas som en proaktiv aktör. Projektgruppen gjorde omfattande förberedelser och eftersom detta arbete påbörjades långt innan anbudsförfarandet meddelades officiellt,

skapades en stark tro på den egna förmågan. Ägarstyrningen i AP Fastigheter – där betydelsen av att äga de aktuella fastigheterna betonades – bekräftar också att vissa aktörer tillåter sig att i vissa situationer göra andra överväganden än de rent ekonomiska.⁶

Areim-konsortiet uppvisade också gott självförtroende, men från en annan utgångspunkt. Den projektgruppen bestod av representanter för samtliga tre bolag som ingick i konsortiet: Areim, Blackstone och Goldman Sachs. Den viktigaste nämnaren för att få konsortiet att fungera var ömsesidigt förtroende och eftersom företagen hade arbetat tillsammans i tidigare projekt var detta redan på plats. Dessutom hade projektgruppens medlemmar erfarenhet av liknande affärer då stora fastighetsaffärer var en del av deras normala verksamhet. Det reaktiva agerandet kan ses som en naturlig följd av att konsortiet gav sig in i leken på allvar i ett ganska sent skede.

I fastighetsinvesteringsslitteraturen ges projektgrupper och deras arbetsorganisationer förhållandevis litet utrymme, även om sociala och kulturella aspekter noteras.⁷ Denna studie visar att förtroende är avgörande både för att organisera projektgrupper och hålla hög arbetsmoral. Utan tidigare erfarenheter av samarbete skulle Areims sätt att organisera arbetet knappast ha varit möjligt i en affär av den här digniteten.

Noterbart är att AP Fastigheter hyrde in externa värderare (konsulter) för kompletterande värderingar, medan Areim-konsortiet gjorde alla värderingar på egen hand. I det senare fallet kan det bero på stort självförtroende, men det kan också vara uttryck för en misstro mot externa värderares arbete. Areims verkställande direktör sade uttryckligen att de har ganska lågt förtroende för externa värderare. Detta ger stöd åt tidigare forskning som ifrågasatt externa fastighetsvärderas förmåga att i alla lägen göra tillförlitliga värderingar.⁸

Areim-konsortiet värderade fastighetsbeståndet genom att gå igenom fastighet för fastighet. Det är i enlighet med den konventionella metoden, där varje objekt värderas för sig för att sedan summeras i omfattande kalkylblad och utmynna i ett slutligt värde.⁹ Även AP Fastigheter värderade fastighet för fastighet, men de lät sig också styras av "de stora talens lag". En affär som omfattar många fastigheter innebär nämligen en inbyggd riskspridning, där eventuella felberäkningar tenderar att ta ut varandra. AP Fastigheter beaktade även portföljaspekter och rabatter. En sådan strategi tar hänsyn till det rådande ekonomiska läget. Under en lågkonjunktur, såsom situationen var vid genomförandet av den aktuella affären, blir värdet på det

⁶ Se t.ex. Roberts och Henneberry (2007); Diaz III och Hansz (2007).

⁷ Henneberry och Roberts (2008).

⁸ Se t.ex. Matysiak och Wang (1995); Mooya (2009); Öhman et al. (2012).

⁹ Geltner et al. (2007).

totala fastighetsbeståndet lägre än summan av de ingående fastigheterna. Värdet på det totala fastighetsbeståndet är relaterat till, men ändå skilt från, det värde som grundar sig på summan av de enskilda fastigheternas värde.

För AP Fastigheter var finansieringen ingen större utmaning, även om den krävde ett omfattande arbete. Företaget hade allmänna pensionsmedel till sitt förfogande och styrelsens stöd för att låna upp det belopp som krävdes för att kunna fullfölja affären. I bankernas ögon var AP Fastigheter något av en drömkund eftersom staten sågs som en slags garant för affären. De tre parterna i Areim-konsortiet hade tillsammans tillräckliga finansiella muskler för att kunna genomföra affären, men inställningen till egen finansiering var strategisk: hur mycket var varje partner beredd att riskera på den svenska marknaden? De tre företagens respektive svar på den frågan fick bestämma hur mycket främmande kapital som krävdes. I stort sett var samma banker involverade med Areim som med AP Fastigheter, men räntekostnaderna var högre för det mindre kreditvärdiga konsortiet. Det resulterade i kompletterande lösningar för att erhålla nödvändiga krediter. Den lösning som riggades var juridiskt komplicerad och innebar att ägandet av vissa tillgångar omedelbart efter försäljningen skulle överföras till nya köpare, vilka därmed också fungerade som borgenärer. Detta visar Areim-konsortiets problem, men också på vilka kreativa och okonventionella sätt som problemen löstes.

Till grund för Areims bud låg inget annat än de ackumulerade värdena på fastigheterna i beståndet plus kostnader för finansiering och avkastningskravet. En tolkning är att Areim-konsortiet såg denna affär som en penningplacering vilken som helst. Att de gav sitt bud i två versioner berodde helt och hållet på finansiella aspekter. AP Fastigheter lade ett bud som visserligen utgick från värdet på var och en av fastigheterna i beståndet, men som även tog hänsyn till portföljaspekter och rabatter. På sätt och vis var det slutliga budet en form av spelstrategi i syfte att vinna budgivningen utan att för den skull göra en dålig affär.

Slutsats

De potentiella köparna gjorde båda stora ansträngningar och satsade stora summor på att utvärdera möjligheten att genomföra affären. Ändå agerade de på olika sätt i många avseenden. Det är sant att AP Fastigheter vann budgivningen, men det är förmodligen en viktigare slutsats att båda dessa investeringsstrategier kunde ha lett till ett slutligt bud för att stänga affären. Denna insikt påvisar vikten av att vara öppen för alternativa investeringsbeteenden.

Skillnaderna på hur de två aktörerna agerade i denna affär blottlägger några av de brister som finns i de normativa beskrivningarna av hur fastighetsinvesteringar bör eller ska genomföras. Som framgår av Tabell 1 tar sig skillnaderna mellan de båda

aktörerna olika uttryck. Resultaten visar att en aktör kan välja att förbereda sig inför en stor fastighetsinvestering genom att antingen organisera eller inte organisera arbetet i en egen stabil enhet och att vara proaktiv eller reaktiv. En potentiell köpare kan ta hjälp av externa värderare eller inte och likaså väga in portföljaspekter och rabatter eller inte. Vidare kan en aktör använda eller inte använda sig av traditionella finansieringslösningar samt tillämpa eller inte tillämpa en spelstrategi när det är dags att lämna ett slutgiltigt bud. Slutsatsen är att det inte finns någon standardlösning som passar bäst för alla parter i alla upptänkliga situationer.

I fastighetsinvesteringsslitteraturen hävdas allmänt att fastigheter är en speciell form av investering eftersom de är heterogena till sin karaktär och kräver att stora mängder information samlas in och utvärderas.¹⁰ De olika tillvägagångssätt som kännetecknar de två studerade aktörerna både bekräftar och ifrågasätter detta påstående. För det svenska företaget, AP Fastigheter, betraktades det aktuella fastighetsbeståndet som en speciell investering. Det fanns en längtan att äga välskötta fastigheter i hemlandet, vilket förde med sig en särskild värdering med fokus på "de stora talens lag" och ett portföljtänkande. För Areim-konsortiet var det annorlunda. Det internationella konsortiet betraktade fastighetsbeståndet som ett investeringsobjekt bland andra. Arbetsinsatsen och informationsbearbetningen var förvisso omfattande, men värderingarna och bedömningarna gjordes helt utifrån ekonomiska utgångspunkter och fastställda avkastningskrav.

¹⁰ Se t.ex. Mooya (2009).

Referenser

- Cartwright, S. och Schoenberg, R. (2006), "Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities". *British Journal of Management*, Vol. 17, Nr. S1, s. S1-S5.
- Diaz III, J. och Hansz, A. (2007), "Understanding the behavioural paradigm in property research". *Pacific Rim Property Research Journal*, Vol. 13, Nr. 1, s. 16-34.
- Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton, J. och Eichholtz, P. (2007), *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Thomson South-Western, Mason.
- Henneberry, J. och Roberts, C. (2008), "Calculated inequality? Benchmarking and regional office property investment in the UK". *Urban Studies*, Vol. 45, Nr 5-6, s. 1217-1241.
- Jönsson, S. och Macintosh, N. (1997), "CATS, RATS, and EARS: Making the case for ethnographic accounting research". *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 22, Nr 3-4, s. 367-386.
- Matysiak, G. och Wang, P. (1995), "Commercial property prices and valuation: analysing the correspondence". *Journal of Property Research*, Vol. 12, Nr. 3, s. 181-202.
- McAllister, P., Hughes, C. och Gallimore, P. (2008), "Principal-agent issues in asset acquisition: UK institutions and their investment agents". *Journal of Property Research*, Vol. 25, Nr. 4, s. 269-283.
- Mooya, M.M. (2009), "Market value without a market: Perspectives from transaction cost theory". *Urban Studies*, Vol. 46, Nr. 3, s. 687-701.
- Roberts, C. och Henneberry, J. (2007), "Exploring office investment decision-making in different European contexts". *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 25, Nr. 3, s. 289-305.
- Sirmans, C.F. och Worzala, E. (2003), "International direct real estate investment: A review of the literature". *Urban Studies*, Vol. 40, Nr. 5-6, s. 1081-1114.
- Öhman, P., Söderberg, B. och Uhlin, O. (2012), "Accuracy of Swedish property appraisers' forecasts of net operating income". *Journal of Property Research*, Vol. 29, Nr. 2, s. 103-122.
- Öhman, P., Söderberg, B. och Westerdahl, S. (2013), "Property investor behaviour: Qualitative analysis of a very large transaction". *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 31, Nr. 6, s. 522-544.