

Hur "Vasakronan" blev "Vasakronan"

Texten är tidigare publicerad i Fastighetsnytt nummer 1, 2014

[content-acide]

Den svenska regeringen sålde 2008 sitt fastighetsinnehav i Vasakronan. Forskarna Peter Öhman, Bo Söderberg och Stig Westerdahl har redovisat en studie av utförsäljningen i en internationellt publicerad artikel. Här sammanfattar de sina rön, som bland annat pekar på två typfall av beteenden vid fastighetsinvesteringar.

Mitt under rådande finanskris sålde den svenska regeringen sitt stora fastighetsinnehav i Vasakronan. Med prislappen 41,1 miljarder uppmärksammades transaktionen internationellt: det var troligen Europarekord det året. I Sverige var det historiskt sett en exceptionellt stor affär. Efteråt uppstod mindre diskussioner kring ägarkoncentration och aktörer ifrågasatte om detta verkligen var en "riktig affär" när direktägda statliga fastigheter övergick till offentliga pensionsfonder. Ändå förefaller försäljningen ha gått förhållandevis obemärkt förbi i branschen. Denna brist på intresse var utgångspunkten för vår studie, som bygger på intervjuer med representanter för de två slutliga anbudsgivarna, AP-fastigheter och Areim-konsortiet.

Studien pekar på hur två typfall av investeringsbeteende kom till uttryck i affären. Den ena representerades av "vinnarna", dåvarande AP-fastigheter som bytte till Vasakronan efter köpet. De framtonar i studien som ett starkt sammanhållet företag, det mest fastighetsinriktade med ett nationellt fokus och försedda med en egen stabil och etablerad organisation som tidigt förberedde arbetet med affären. Konkurrenten var på flera sätt deras motsats. Här samverkade tre internationellt orienterade aktörer i en konstellation med i sammanhanget lilla svenska Areim som koordinator och Blackstone och Goldman Sachs som finansiell ryggrad. De arbetade utan långa förberedelser, tvingades agera snabbt och okonventionellt med finansieringen och var mer finansiellt orienterade än AP-fastigheter. När AP-fastigheter gjorde bedömningar av portföljvärde, såg fastighetsinnehavet i sig som strategiskt intressant och diskuterade konsekvenserna av "de stora talens lag" var Areim-konstellationen istället mer strikta. De adderade värdet av varje enskild fastighet till en total och i ett kalkyl-ark sammanställdes resultatet. När avkastningskrav och egna finansieringskostnader justerades i kalkylen ändrades slutsumman, men ingenting annat fick komma emellan. Areim och deras allierade såg detta som en finansiell investering likt vilken annan.

Trots en omfattande forskning kring fastighetsförvärv finns få studier som arbetat med den intervjuteknik som användes i vår studie. Representanterna för företagen fick prata fritt utifrån en intervjumall. Syftet var att försöka förstå hur fastighetsföretag kan arbeta med en affär som är så omfattande. Det innebär att frågor om projektorganisation och sätt att argumentera kring centrala frågeställningar blir viktiga. Vad klaras av internt och var kommer konsulter in, var en sådan fråga liksom hur finansiering säkras. Vilket är målet med ett förvärv?

Affären genomfördes alltså mitt under en de senaste decenniernas största finanskriser, något som fick stora konsekvenser. Hade fastigheterna bjudits ut ett år tidigare hade säkert fler intressenter lagt bud i det gynnsammare kreditläget. En av de banker som var inblandade drog sig dessutom ur i sista stund på grund av krisen. Det drabbade båda huvudkombattanterna som snabbt fick improvisera fram alternativa lösningar. Nu var det i slutändan alltså bara två budgivare som kunde få fram finansiering, trots att försäljningssumman låg klart under det bokförda värdet på innehavet. "Krisen gav köparen 15% rabatt" som en av de intervjuade konstaterar. Alla intervjuade framhåller samfällt att det var en "riktig affär"; hela processen kännetecknades av konkurrens och en seriös attityd. Att köparen var offentliga pensionsfonder förändrar inte det omdömet.

Båda budgivarna betraktar sin egen organisationslösning som överlägsen. AP-fastigheter framhåller sina långa förberedelser, som inleddes långt innan processen startades offentligt. Annat som talar till deras fördel är den erfarna projektorganisationen och goda bankkontakter. Vasakronan arbetade både med egna värderingar och externa konsulter som kontrollinstanser. Areims projektteam var sammansatt enkom för denna speciella affär. Det innebär att ett internationellt team arbetade dag och natt med beräkningar och värderingar. Grundläggande var att göra allt fastighetsrelaterat på egen hand, ett gäng internationellt erfarna fastighetsvärderare luftlandsattes i Stockholm och fick gå igenom det enorma materialet i databaserna. Men att anlita externa fastighetsvärderare

Hur "Vasakronan" blev "Vasakronan"

by Mattias Fröjd -

<http://fastighetsnytt.se/2014/03/hur-vasakronan-blev-vasakronan-en-stor-fastighetsaffar-skarskadad/>

kom inte på fråga för Areim-gruppen: "Fastigheter värderas alltid för högt" var en replik som fälldes i intervjuerna och motiverade Areims interna fokus. Skillnaderna framstod också i samband med finansieringen eftersom AP-fastigheterna tveklöst bedömdes som mer kreditvärdiga, något som betalar sig i form av lägre ränta hos den samling banker som båda budgivarna anlidade.

Samtidigt ska skillnaderna inte överdrivas, arbetet bedrevs systematiskt och under sekretess i båda konstellationerna. Till stor del följdes den traditionella gång som forskning och läroböcker föreskriver. Påtagligt är också att båda känner stor stolthet inför det arbete de genomförde och hur hängivet och skickligt medarbetarna satsade.

Även om det var två förhållningssätt som affären gav uttryck för, med förankring i de två konstellationernas helt skilda karaktär, går det ändå att konstatera att båda kunde ha stått som vinnare i slutändan. Nu var AP-fastigheters bud några miljarder högre än Areims, vars finansieringslösningar kom att bli annorlunda. Men båda hade ett så professionellt sätt att genomföra arbetet att det inte går att säga att det ena var bättre än det andra. Vad som däremot står ut är att ingen av parterna ägnat sig åt att i efterhand granska affären. Areim gråter aldrig över missade affärer säger den intervjuade och tillägger: "men ibland gråter vi över affärer vi gjort". Det finns heller inte i branschen som helhet några ansatser till att fundera över lärdomar kring denna stora affär. Vår forskning är därför ett bidrag till att se vilka lärdomar denna historiskt unika transaktion kan ge och vad den säger om läget i branschen.

Peter Öhman, Bo Söderberg och Stig Westerdahl

Texten är en sammanfattning av studien "Property investor behaviour: Qualitative analysis of a very large transaction". Studien som är publicerad i Journal of Property Investment & Finance har utsetts till Outstanding paper of 2013. Författare är forskarna Peter Öhman vid Mittuniversitetet, Bo Söderberg vid Uppsala Universitet och Stig Westerdahl vid Malmö högskola.