

# Revanche for obligationer

Ole Vagner og Helle Breinholt, der stod fadder til nogle af de første obligationsløsninger på det danske marked, opfordrer til, at obligationernes skæbne ikke er besejlet på grund af de første problematiske oplevelser. Men kan obligationer være med til at løse udfordringerne for de nødstedte lån? Og hvad skete der egentligt, da den nok mest kendte obligationsportefølje, Kefren IX, gik ned i en svensk milliardkonkurs



*- Da vi fik besked om, at banken ikke ville forlænge vores standstill-aftaler, så gjorde vi os klar til at afvikle og sælge ud af de 149 ejendomme. Vi ville have lavet en række regionale salg med strukturerede udbud ligesom, da vi solgte ud af Kefren VI og Kefren VIII. Vi fremlagde det for banken og forventede, at de ville vende tilbage, men det gjorde de ikke. Det næste udspil var konkursbegæringen, siger Ole Vagner og Helle Breinholt, der fortsat er ærgerlige over, at sagen udviklede sig sådan. Ole Vagner tabte selv et væsentligt beløb på konkursen.*



**H**elle Breinholt er ikke i tvivl. Obligationer har fået et ry, de ikke fortjener. Det kan man måske nok mene, at lige netop Helle Breinholt naturligvis skal sige, for hun har stået strukturel fadder til en lang række af de obligationer, der kom på markedet i 2000-tallet. Men hun er samtidig også den, der nok har bedst indsigt i, hvordan obligationerne virker.

Sammen med en anden af de mest erfarne inden for udbud af investeringsmuligheder i ejendomme, nemlig Ole Vagner, stifter af blandt andet Keops, påpeger Helle Breinholt, at der i langt højere grad end i de gode år er brug for alternative finansieringsmu-

ligheder. Metoder til at få låntagere og kapitalpartnere til at mødes ad andre kanaler. Derfor synes Helle Breinholt og Ole Vagner, det er ekstra ærgerligt, at et instrument som obligationer har fået et dårligt ry, og dermed ikke er gangbare i øjeblikket.

- Vi står overfor nogle store udfordringer i ejendomsbranchen netop nu. Der mangler finansiering. Obligationer er en af de metoder, der måske kunne bruges til at finansiere for eksempel nødstedte lån, der blandt andet ligger som en potentiel trussel mod flere dele af ejendomsbranchen i banker som FIH, siger Ole Vagner.

Man kunne for eksempel løse udfor-

*En af de største ejendomme i Kefren-porteføljen var kuglelejerfabrikken SKF's hovedkontor i Gøteborg. Ejendommen var vurderet til knap 640 millioner skr. Billede: SKF.*

Manglen på finansiering kalder på nye løsninger og innovation. I dette nummer af Magasinet Ejendom ser vi på et af de eksisterende produkter; ejendomsobligationerne – kan de hjælpe branchen ud af krisen?



dringen ved at danne et selskab, der overtager ejendomslå-nene og efterfølgende udsteder obligationerne.

- For mig virker det oplagt, at nogle af de store institutionelle investorer som for eksempel ATP, der varetager alle lønmod-tageres interesser, kunne påtage sig den rolle. Hvis samfundet og ejendomsmarkedet går i stå, så skader det alles opsparing og indtjening, siger Ole Vagner, der ikke ser nogen naturlig løsning på finansieringsmarkedet, så længe der er lån for mil-liarder, der skal refinansieres i de kommende år og mangel på lånevillige banker.

### Overtager ejendommene

Men hvem skulle købe obligationerne? Da Ole Vagner og Helle Breinholt stod bag udstedelserne, finansierede obligationerne den yderste del af lånesummen, hvor kun amortiseringer og en forventelig værdistigning ville få lånesummen ned under 100 procent. Der skulle risikovillighed til for at købe. Men hvis obligationerne for eksempel skulle træde i stedet for FIHs eller andres lån vil det være en helt anden sag, fordi de ofte ligger som 1. prioritet og dermed nyder langt større sikkerhed. Derfor kunne institutionelle investorer være potentielle købere.

Advokat Torben Schøn, Bech-Bruun, er en af dem, der har argumenteret kraftigt for, at der skal findes nye finansierings-løsninger for at få gang i ejendomsmarkedet.

- Ejendomsobligationer har med rette været kritiseret, ikke fordi der er noget galt med produktet, men alene den måde som det har været udbudt på. Forudsætningen for at obligationerne kan finde sin rette placering i det finansielle marked er, at værdien af ejendommene, i hvilken obligationerne har sikkerhed, bliver fastsat på baggrund af markedspriser, og at værdierne ikke bliver skruet op som vi så det i nogle af serierne i midten af 2000-tallet, siger Torben Schøn og fortsætter:

- Det er en oplagt løsning i forhold til nogle af de banker, der er økonomisk pressede, men må forudsætte, at obligationerne udbydes i større serier med en betydelig risikospredning og efter en nøje risikovurdering, der foretages af uafhængige vurderingsfolk, siger Torben Schøn.

### Fint nok selvom historikken skræmmer

For produktet er fint nok, selvom historikken skræmmer nogle.

- Ejendomsobligatio-ner har fået en lidt odiøs klang på grund af de nedbrud, der har været, og det for-hindrer modellen i at blive udbredt, siger finansieringsrådgiv-er og partner Jens Erik Gravengaard, MagniPartners.

Jens Erik Graven-gaard fremhæver, at hvis man kunne pakettere obligatio-nerne på en måde, hvor de samtidig kan risikovurderes grundigt, så er de et godt instrument. Men markedet er kompliceret.

- Risiko er prissat højt i dagens marked. Derfor vil obligatio-nerne, der ligger som 2. eller 3. prioriteter også forventes at skulle give et afkast på 10+ procent for at kunne sælges. Når



- Den helt store udfordring er at få skabt tillid til investorerne bredt i markedet, siger partner Jens Erik Gravengaard, MagniPartners.

det bagvedliggende aktiv er ejen-domme vil man for nogle investorer se, at de hellere selv vil købe ejendommene direkte og dermed kontrollere udviklingen i investeringen. Passive investorer får tilbudt rigtig mange ting i øjeblikket, men hvis ejendomsobligationer kan passes ind på den rigtige måde, så fejler produktet som sådan ikke noget.

De 149 ejendomme i Kefren IX var fordelt i 27 byer over hele Sverige fra Gävle til Sundsvall, til Malmö (billedet), Oskarshamn, Gøteborg og Luleå.





*Ole Vagner genindtrådte i bestyrelsen for Kefren IX, overtog en del af obligationerne og tabte selv et væsentligt beløb på konkursen.*

En helt anden model kunne være en statslig central løsning med dannelse af et ejendomsselskab, som man gjorde i Sverige i goerne.

- I 1992 løftede den svenske stat de nødlidende ejendomme ud af de forskellige selskaber og dannede nogle stærke strukturer som i dag blandt andet er kendt som de svenske ejendoms-selskaber Vasakronan og Kungsleden. Jeg forstår ikke, at man ikke kigger på Sverige og går efter den løsning, siger Ole Vagner.

Det er også en tanke, som Torben Schøn bakker op omkring.

- Det er underligt, at man ikke tænker lidt mere innovativt. Det gælder både instrumenter og struktur. Vi kunne stabilisere markedet ved at samle de nødlidende ejendomme i et stort selskab. Ikke bare de ejendomme, der i dag ligger under finansiell stabilitet, men også dem, som realkreditinstitutter og levedygtige banker har fået ind på bøgerne, siger Torben Schøn.

## Kefren og konkursen

Sagen er en af de konkrete sager, der har været med til at give obligationer et blakket ry, som en risikofyldt investering. Kefren IX gik konkurs i 2011, og porteføljen blev efterfølgende solgt på en auktion, hvor tabet blev gjort op til 2,7 milliarder svenske kr. Men det var dybt irrationelt, mener Helle Breinholt og Ole Vagner, der som bestyrelsesmedlemmer kæmpede mod konkursen.

- Selskabet havde positivt cash-flow fra driften. Det kunne - også fremadrettet - betale alle renter og afdrag og havde nogle grundlæggende gode lejere og ejendomme, der godt kunne have været solgt i frit salg. Men vi fik ikke muligheden, og det er det, der ærgrer os i dag.

I de glade dage i 2005-2008 var det ikke alle, der stresstestede deres investeringer.

- Men det havde vi faktisk gjort. Vi havde set på konsekvenserne af rentestigninger, af faldende udlejningsprocent og meget andet, men det var slet ikke faldet os ind at se på, hvad det ville betyde, hvis den finansierende bank trak sig, selvom vi betalte alt til tiden, siger Ole Vagner.

Ole Vagner havde den gang netop solgt sit livsværk, Keops, til islandske Landic inklusiv Kefren porteføljerne. De første porteføljer gik det fint med at sælge videre til private købere.

### Kunne have tjent penge

- Vi har set på, hvordan det var gået, hvis man havde købt for samme beløb af obligationer i hver obligationsserie, og så ville man faktisk have tjent penge, siger Ole Vagner.

Men i IXeren kom der problemer, inden ejendommene var blevet solgt videre. Porteføljen var også den største med 149 ejendomme til en værdi af godt 6 milliarder skr. Men allerede i oktober 2008 - lige efter Lehmans konkurs - var ejendommene faldet så meget i værdi ovenpå krisen, at de ikke længere opfyldte bankens betingelser for Loan-to-Value, selvom både afdrag og lån blev betalt.

- Vi havde lavet en effektiv struktur med variabel rente og rentecap, så vi ikke kunne blive ramt. Og da renten faldt langt mere end ventet, så likviditeten i første omgang faktisk bedre ud end ventet.

Men markedet var broget i 2009, og banker-



ne bag finansieringen blev i tvivl om værdien af deres pant.

- Vi foreslog, at vi kunne forlænge lånet i 2 år, så restløbetiden blev på cirka 4 år, siger Helle Breinholt.

Hun og Ole Vagner indtrådte i bestyrelsen i forlængelse af, at Ole Vagner overtog porteføljen sammen med en gruppe investorer.

### 2 års forgæves forsøg

Efter 2 års forgæves forsøg på at indgå nye låneaftaler, gjorde Helle Breinholt og Ole Vagner klar til at realisere aktiverne. Men det nåede de ikke. Uden yderligere dialog indgav banken konkursbegæring og solgte ejendommene på en gigantisk auktion, der gav genlyd i hele det svenske ejendomsmarked.

Den dag i dag er både Ole Vagner og Helle Breinholt uforstående overfor hele forløbet.

- Vi har holdt mere end 25 møder med mindst 5 banker hver gang. Problemet var, at der altid

var en med, der enten ikke havde besluttet sig eller ikke havde mandat til at tage en beslutning, siger Helle Breinholt og rammer dermed hovedet på sømmet i forhold til den desperate situation, som mange låntagere har siddet i siden 2008.

Samtidig med, at sagen på den måde trak i langdrag sad Helle Breinholt og Ole Vagner med et selskab, der kunne betale renter og afdrag til tiden. Alligevel gik selskabet altså konkurs.

- Det er stadigvæk ikke gået op for mig, hvorfor man valgte den absolut værste løsning, siger Ole Vagner.

Ejendommene blev i oktober solgt til 4,1 milliard skr. og dermed cirka 600 millioner skr. under seniorbankfinansieringen, som oprindelig blev ydet og struktureret af Barclays i London.

- I vores optik var det en meningsløs konkurs. På konkursdagen stod der 153 millioner skr. på



*Kunne man for eksempel finansiere opsagte lån i FIH med ejendomsobligationer?, foreslår Ole Vagner.*

selskabets konto. Den eneste forklaring, vi har kunnet finde er, at Barclays solgte det datterselskab, der havde syndikeret lånene sammen med beslutningskompetencen, men beholdt risikoen. Det komplicerede deres rolle, siger Helle Breinholt. ■

## Sådan kom obligationerne ind på det danske marked

Når man køber en obligation låner man penge ud mod en vis rente. Kursen på obligationen varierer afhængig af renteniveauet. I ejendomsbranchen blev obligationerne for alvor udbredt i forbindelse med opkøbet af store porteføljer i midten af 2000-tallet.

En af aktørerne var danske Keops, det senere Landic. Keops finansierede en del af ejendoms købene med banklån, og i forventning om en prisstigning udbød selskabet efterfølgende en række obligationer til en forholdsvis høj rente. Obligationerne blev solgt til private og offentlige investorer og lå alleryderst i porteføljen. Som altid var høj rente behæftet med højst risiko. Når alle andre havde fået deres penge, fik obligationsejerne altså også deres. Da ejendommene steg markant i pris, var obligationskøbene dengang stort set ikke forbundet med nogen risiko.

Da markedet faldt og seniorlångiverne trak sig, trak de obligationsejerne med i faldet. Andre obligationsejere har måttet acceptere, at de ikke får renter i en periode, for at øge likviditeten i selskaber, hvis ejendomme er faldet i værdi og som derfor enten ikke kan servicere lånene eller som ikke kan leve op til LTV – Loan to Value-grænserne.

## Obligationernes danske pionerer



**Ole Vagner og Helle Breinholt har begge arbejdet med finansielle strukturer og i midten af 2000-tallet blev obligationer et oplagt instrument. De kender begge bankverdenen indefra.**

Ole Vagner var i Alm. Brand Bank, da han i 1989 stiftede InvestorPartner, der udbød anpartsselskaber i stor stil. Selskabet blev børsnoteret, skiftede navn til Keops i 1998, opkøbte store porteføljer i særligt Sverige og blev i 2007 solgt til islandske Landic. I juni 2009 gik Landic konkurs.

I dag består Ole Vagners portefølje blandt andet af 667 ungdomsboliger i Malmø, et hotel i Cardiff, et butikcenter i Malmø, en håndfuld boksbutikker og en række boligudlejningsejendomme på Fyn og i Sverige

Helle Breinholt har været i blandt andet revisionselskabet KPMG og i Nordea, inden hun i 2001 blev selvstændig finansieringsrådgiver og startede Breinholt Consulting. Her har hun specialiseret sig i obligationsstrukturer og andre investeringsprodukter og finansieringsformer.