



Blogg: [blogg.ekonomikunskap.com](http://blogg.ekonomikunskap.com)  
 Twitter: [@Investeraren](https://twitter.com/Investeraren)  
 Mail: [Nicklas@ekonomikunskap.com](mailto:Nicklas@ekonomikunskap.com)

# Preferensaktier!

- En guide till tillgångsslaget.

*Investeraren / Nicklas Andersson*

## Preferensaktier

Tillgångsslaget har fått en renässans på marknaden och undertecknad har flitigt investerat inom segmentet de senaste åren. Det återupplivade intresset tror jag i mångt och mycket beror på det låga ränteklimatet. I denna författning kommer jag försöka förklara vad en preferensaktie är, varför bolag emitterar dessa och varför investerare lockas av dem samt för vilken typ av investerare dessa lämpar sig. Sist men inte minst avslutar jag med en redogörelse för hur jag ser på tillgångsslaget samt varför jag investerar i dem.

Sverige har i skrivande stund för första gången i mannaminne en styrränta (reporänta) som är helt eliminerad, förpassad och golvad till nivån 0 %. Statspapper med löptid på 1- och 2 år befinner sig till och med i negativt territorium.



Reporäntan kallas för styrränta då den har en styrande funktion i samhällsekonomin. Riksbanken sätter genom penningpolitiken priset på pengar, via reporäntan, som i sin tur påverkar banksystemets kostnad för kortsiktig likviditet vilket fortplantar sig genom det finansiella systemet och agerar riktkarl för flertalet övriga räntenivåer på räntemarknaden.

Vad har då detta med preferensaktier att göra? Jo, i en värld där allt är relativt har dessa blivit omåttligt populära då räntenivån är i princip obefintlig, ackompanjerad av en negativ inflationsnivå, alltså deflation som ger en god realavkastning.

Fler och fler inser att räntan på bankboken är obefintlig samtidigt som aktiemarknaden, i spåren av den extremt expansiva penningpolitiken är ansträngt värderad i historiska mått mätt. Detta faktum tvingar riskaverta sparare/räntejägare längre ut på riskkurvan på samma sätt som en flock djur beger sig mot nya jaktmarker när födan sinar, i vårt fall är denna föda avkastning eller iallafall förväntad avkastning. Dessa investerare tvingas alltså ta mer risk vid varje enskilt tillfälle för att uppnå en godtagbar avkastning. De på marginalen mer riskaverta investerarna på aktiemarknaden väljer vid dessa nivåer att kliva ned ett trappsteg på riskskalan och finner där ett attraktivt utbud av dessa preferensaktier. Min tro är således att både investerare från räntesegmentet tar steget upp riskmässigt samt att vissa individer som normalt investerar i stamaktier tar ett steg ned. Ed

Preferensaktier brukar slarvigt beskrivas som en hybrid mellan en obligation och en aktie. Rent juridiskt så är det en aktie men som ofta har speciella villkor i förhållande till bolagets stamaktier. Vanliga egenskaper hos preferensaktierna brukar inte sällan vara:

- Förtur till utdelning före stamaktieägarna
- Förtur i prioritetsordningen vid likvidation
- Bättre rätt i prioritetsordningen vid konkurs
- Konvertering till stamaktier

Det faktum att preferensaktier ("preffar") har en på förhand bestämd utdelningsnivå som brukar vara högre än stamaktieägarnas samt har bättre rätt till utdelning har spått på liknelsen vid en obligation. Då nivån på utdelningen på förhand är bestämd är potentialen betydligt lägre än stamaktier eftersom innehavaren ej



åtnjuter bolagets vinststillväxt, utdelningen har ett tak och placeringen således en begränsad potential. Detta

skulle lite grann kunna liknas vid aktiemarknadens Premieobligationer i termer av att de är tråkiga men mer förutsägbara (risken kan ej jämföras).

Aktiebolagslagen stipulerar att samtliga aktier i ett bolag har lika rätt till bolaget om inte bolagsordningen föreskriver annat. Däri skall de olika aktieslagen samt deras andel redovisas, även skillnaden skall framgå. Vad gäller röstvärdesskillnad så framgår det av lagtexten att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger 10 gånger röstvärdet på någon annan aktie. Det finns dock undantag på den svenska marknaden då vissa bolag, ex. SEB har C-aktier som har 1/1000-dels röst men dessa är undantaget som bekräftar regeln då detta aktieslag ej får emitteras efter 1950-talet. Preferensaktiernas utdelning skall klubbas på bolagets årsstämma och viktigt att känna till är att preffarna ofta uppstår 1/10-dels röst.



En fördel för det emitterande bolaget är att preferensaktiekapital rent räkenskapsmässigt klassas som eget kapital varpå skuldsättningen ej ökar i bolaget. Ägarna av dessa aktier betraktar inte sällan dessa som ett skuldinstrument då utdelningen är given och kurstillväxten begränsad givet bestämd utdelning som ej ökar. Vill man ta del av stigande vinster och kurstillväxt köper man ju istället stamaktien. Implicit är eget kapital dyrare för ett bolag än lån då aktieägarnas avkastningskrav överstiger bankens ränta på säkerställda lån. Det kan vara bra att läsa på om det specifika bolagets villkor i bolagsordningen eller prospektet samt det skäl som bolaget angivit för emitteringen av dessa. Ibland kan det tänkas vara så pass att banken ej beviljar bolaget lån och ibland kan det vara så att bolaget lånar pengar från

banken med villkor om viss egen insats, en insats som finansieras med emission av preferensaktier då dessa räknas som eget kapital.

Detta innebär att ett fastighetsbolag kan förvärva en fastighet med nära på 100% lånefinansiering. Banken beviljar ex. 70% lån och de resterande 30% finansieras via preferensaktier. Preffarna ökar inte skuldsättningen i bolaget då de räknas som eget kapital samt på så vis även stärker soliditeten. Däremot kan man i teorin tycka att både bolaget och innehavaren av preffen ser detta som ett lån. Utdelningen till preffägarna är ju inte heller en kostnad för bolaget rent bokföringsmässigt.

Inte sällan möts jag av kommentaren att preffar är dyrt för bolaget och att de egentligen skulle ha lånat på banken om de haft möjlighet, här kommer en alternativ syn:

WACC står för Weighted Average Cost of Capital, som namnet antyder handlar det om den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden. Ett fastighetsbolag som vill köpa en fastighet går till banken för att finansiera detta, in-tecknar fastigheten som ställs som säkerhet för lånet. Banken vill dock ha en säkerhetsmarginal då fastighetspriserna tenderar att fluktuerar så belåningsgraden understiger köpeskillingen. Inte sällan landar belåningsgraden maximalt på 70%, ju tryggare investeringar desto bättre. En kommersiell fastighet i en kommun som lider av avfolkning tenderar att ha högre risk än en hyresfastighet i en storstad med stark befolkningstillväxt.

De sista 30% av köpeskillingen vill alltså banken att bolaget tillskjuter. Detta löser bolaget genom att emittera preferensaktier som explicit har ett lägre avkastningskrav än stamaktieägarnas implicita krav på säg 10% då preferensaktierna emitteras till ex. 6%. Bolaget lånar alltså så mycket det går hos banken då lånat kapital är billigare och sedan tillskjuts det näst billigaste kapitalet, cappat aktiekapital i form av preffslantar.



|                                      |     |
|--------------------------------------|-----|
| Aktieägarnas avkastningskrav         | 10% |
| Preferensaktieägarnas utd/direktavk. | 6%  |
| Bankens låneränta                    | 3%  |

Det är här det magiska börjar. Fastighetsbolaget har hittat en fastighet som yieldar 6,5% (driftnetto/marknadsvärde) och har en finansieringsstruktur om 70% banklån och 30% eget kapital genom preferensaktiekapital:

#### Finansiering

|                        |                   |
|------------------------|-------------------|
| 70% banklån á 3% ränta | 2,10% (0,7*0,03)  |
| 30% EK/preffar á 6%    | 1,80 % (0,3*0,06) |
| <b>WACC</b>            | <b>3,90%</b>      |

#### Investering (fastighet)

|             |            |
|-------------|------------|
| Fastighet A | 6,5% yield |
|-------------|------------|

#### Investeringsnetto

6,5% - 3,90% = **2,60%**

Nu kanske 2,60% inte låter som en jättestor förtjänst men fastighetsaffärer är i mångmiljon- eller i miljardklassen. 2,6% på en fastighetsaffär är inte sällan stora belopp i absoluta tal och helt klart värdeskapande för stamaktieägarna.

Eftersom preffar inte räknas som främmande kapital (skuld) utan eget kapital men likväl informellt kan likställas lån så bör man som aktieägare av preferensaktiekapital förvissa sig om att bolaget inte emitterar för stora volymer och snedvrider maktfördelningen i bolaget. Alltså så att det inte blir minoriteten stamaktieägare som bestämmer över majoriteten preferensaktieägare med röstsvaga aktier vid viktiga beslut som rör t.ex. utdelningen.

Ytterligare en fördel för bolaget är att ett banklån eller en företagsobligation är känsligare vid finansiella störningar. Missas betalningen kan detta leda till en kredithändelse eller ”default” vilket är mycket negativt för bolaget ur kreditsammanhang, jämför med en betalningsanmärkning för en privatperson. Preffarna däremot kan i värsta fall bli av med utdelningen eller få den uppskjuten utan att detta räknas som en, i sammanhanget, default.

I bolagets prospekt när dessa emitterades framgår huruvida preffarna är ackumulerande eller icke ackumulerande vid inställd utdelning. Är dessa ackumulerande innebär det att utdelningen läggs på hög och skall betalas när möjlighet finns, innan vanliga stamaktieägare får utdelning, ofta till en relativt hög straffränta som också anges i prospektet. När Akelius emitterade preffar så sa Roger Akelius att det är bättre att hålla inne preffägarnas utdelning och betala straffränta än att ställa in betalningarna till banken eller

obligationsinnehavare vilket är kritiskt för bolaget och kan leda till omstrukturering eller konkurs.

En risk värd att nämna som Aktiespararna skrev om i en artikel om preferensaktier (”Preferensaktier – ulvar i fårakläder”) lyder:

Ett bolag som gett ut ett stort antal röstsvaga preffar och hamnar i finansiell knipa tvingas av banken att slopa all aktieutdelning. Båda aktieslagen stamaktie/preff faller på börsen och preffen handlas till säg 50% av nominellt belopp. Vad händer då några år senare när bolaget finansiellt får näsan ovanför vattenytan och förfogar över fritt kassaflöde? Ett alternativ vore att återuppta den ackumulerade utdelningen till preferensaktieägarna vilket vore bingo för dem. Ett annat alternativ är att, över börsen, återköpa preffar till halva priset.

Så visst finns det risker med tillgångsslaget också. Preffsegmentet på svenska marknaden utgörs i stor utsträckning av fastighetsbolag även om det finns andra verksamheter/bolag såsom SAS och Ratos. Det låga ränteklimatet sänker fastighetsbolagens största kostnad, räntekostnaden vilket skapar ökade fria kassaflöden vilket i sin tur sänker risken för att utdelningen skall utebli. Skattetvister, skadegörelse, stigande räntekostnader, ökad inflation, vakanser m.m. är riskfaktorer. Stiger räntenivån så minskar ju attraktionskraften eftersom andra alternativ stiger samtidigt som preffens utdelning är cementerad. Även stigande inflation är negativt då detta minskar den reala räntan/avkastningen.

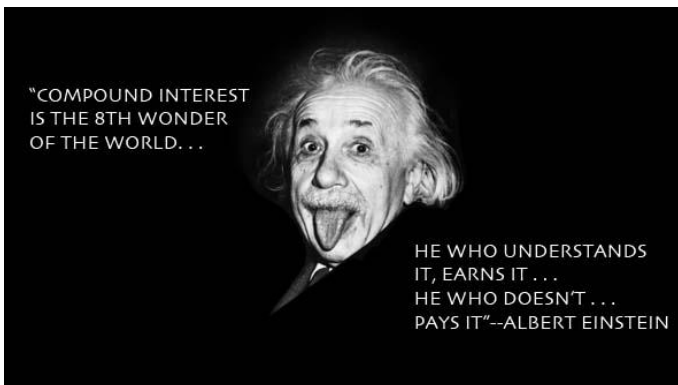
#### Så för vem passar preferensaktier?

Modern portföljstrategi förordar ju olika tillgångsslag med låg korrelation för att minska den totala risken i portföljen såsom räntor, valutor, aktier, råvaror, fastigheter m.m. I de fall man har räntor i portföljen i rådande ränteklimat så är nog avkastningsbidraget från den allokeringen nära noll. Den utgör istället matlagningsgrädde som agerar motvikt mot cayennekryddan och sambal oeleken. För att göra grytan mer smakrik kan det vara bra att jacka upp matlagningsgrädden från 4% fett till 15% fett, vi behöver alltså hitta en likvärdig exponering med högre förväntad avkastning. Här agerar preferensaktierna faktiskt ett alternativ. De allra flesta preffar yieldar 5,5-6,2% och har kvartalsvis kapitalisering. Fastighetsbolagen gynnas av att räntekostnaderna på resultaträkningen hålls låga och tillgångsslagets attraktionskraft förstärks av

långränteklimatet och deflationsshot. Ställ detta i relation till rena ränteplaceringar där korta placeringar på penningmarknaden knappt ger en avkastning som ett mikroskåp kan uppfatta samtidigt som obligationer på obligationsmarknaden med några års duration är tickande bomber den dagen räntan börjar normaliseras då detta leder till kursförluster.

Däremot skulle jag avråda från att äga preferensaktier i en långsiktig aktieportfölj, den förväntade avkastningen är alldeles för låg, låt mig ge ett talande exempel:

En person som är 25 år och vill spara långsiktigt, säg till pensionering vid 65 års ålder har således en placeringshorisont på 40 år. Som ni säkert känner till så var det ju självaste Einstein som ska ha sagt att ränta-på-räntaeffekten är världens åttonde underverk.



Personen i fråga deponerar 100.000 TSEK dag 1.  
Förväntad avkastning:

|                  |      |
|------------------|------|
| Preferensaktier: | 6 %  |
| Aktier:          | 11 % |

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| Utfall:         |              |
| Preferensaktier | 1 096 000 kr |
| Stamaktier      | 7 983 000 kr |

Lägg därtill ett månadssparande på 3000kr/mån utöver den initiala investeringen så blir differensen ännu större.

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| Preferensaktier | 7 070 000 kr  |
| Stamaktier      | 33 784 000 kr |

Jag hoppas dessa exempel var talande. Personligen tycker jag inte att preferensaktier har en given plats i en

långsiktig portfölj men en senior som på livets höst vill ha en utdelningsportfölj för att få en guldkant på tillvaron eller någon som inte vill ta den risk som är förknippad med aktiemarknaden så kan detta vara ett alternativ, även om risken är högre än både räntesparande och bankkonto.

Att enbart ha pengarna i madrassen utgör tyvärr också en risk, en risk som förmodligen är exponentiell i takt med placeringshorisonten. Inflationen som gröper ur pengarnas köpkraft är lite som karies som ger dig hål i tänderna, vid sidan av malen som knarar lite på slantarna om de skulle ligga i madrassen. Jag säger som Börje Ekholm på Investor, den största risken på lång sikt är nog att inte äga aktier.

### Sammanfattning för-/nackdelar:

- Bra direktavkastning.
- Kvartalsvis kapitalisering.
- Lägre risk än aktier (generellt).
- Låg volatilitet.
  
- Begränsad potential/kurstillväxt.
- Ingen exponering mot bolagets stigande vinst.
- Låg omsättning vilket kan skapa stor spread samt kurspress vid större orolighet på marknaden.
- Känslig för ökad ränte- och inflationsnivå.
- Lågt röstvärde
- Marknaden riskerar att bli blind för den bolagsspecifika risken och enbart titta på yield.

Utöver detta kan det vara bra att ha koll på eventuella utestående obligationer och banklån samt om det finns kovenanter. Villkor som bankerna sätter på bolaget, ex. att skuldsättningen max får vara 4x EBITDA eller att belåningsgraden maximalt får uppgå till 70% m.m. Om det finns villkor likt dessa och bolaget ligger i farozonen så kan ju banken kräva att bolaget håller inne utdelningen till den finansiella stressen lagt sig. Vidare stipulerar även bolagen i prospektet till vilken nivå bolaget kan köpa tillbaka preferensaktierna och tidigast när. Vissa preffar höjer dessutom den årliga utdelningen efter en viss given framtida punkt. Några preffar handlas över

inlösenivåer vilket inte behöver vara fel för det men det är då viktigt att känna till att den ”garanterade förlusten” måste dras av från direktavkastningen på pappret så man får fram den korrekta ”Yield to Maturity”.

Exempelvis:

|              |        |
|--------------|--------|
| Nominellt    | 300 kr |
| Utdelning    | 20 kr  |
| Direktavk.   | 6,66%  |
| Marknadskurs | 367 kr |
| Inlösenkurs  | 350 kr |

Initialt vid emitteringen av ovan nämnda preff (fiktiv) var direktavkastningen 6,66% men i dagsläget är running yield (20/387) 5,44 %, so far so good.. marknadsräntan kanske har krupit ned varpå investerarna värdesätter prefferna lite högre och handlar upp kursen varpå yelden faller. Nu är det ju dock så att den handlas till 367kr vilket är 17 kr över inlösenkurs. Om vi räknas med att bolaget med all säkerhet kommer att lösa in denna aktie om exakt 1 år så innebär det ju en garanterad förlust allt annat lika, håller vi den till inlösen så blir det ju inte en förlust i absoluta tal utan en minskad avkastning/yield.

$((350+20)/(387) = 0,82\%$  vilket är betydligt mindre än de tillsynes  $(20/367) 5,44\%$  man tror att man kommer få.

### Hur jag förhåller mig till preffar!

Själv har jag som ni säkert vet en otroligt lång placeringshorisont. Min strategi bygger på 5 olika portföljer och taktiken/allokeringen beror på marknadsförutsättningar. Mina portföljer är:

- Amorteringsportföljen
- Kassaflödesportföljen
- Tillväxtportföljen
- Worldwideportföljen
- Swingtradingportföljen (1-3 mån)

Amorteringsportföljen är en helt lånefinansierad portfölj vars existens bygger på att belåna övriga depåer för att långsiktigt ha en running debt ratio på 30%. Mer än så vill jag inte belåna mig, om marknaden skulle krascha 50% (48% 2008) så skulle det innebära att min skuldsättning skulle öka till 60 %. Då jag har en livslång placeringshorisont och köper kvalitetsbolag, mer om det dippar, så sover jag gott om natten. Det långsiktiga målet med Amorteringsportföljen och Swingtradingportföljen är att generera avkastningsbidrag till de övriga långa portföljerna. Den sistnämnda är även ett sätt för mig att lära mig mer om bolagsanalys på kortare sikt samt

faktorer som styr på kort sikt såsom räntenivå, valuta, marginalerexpansion/kontraktion, politik m.m.

Målet avkastningsmässigt är att generera 10% per år efter kapitalkostnad. Min WACC är för närvarande en bit över 1% vilket gör att jag kan göra samma spreadupplägg som tidigare redovisat bolagsexempel i denna text.

Om portföljen belånas till 30% och exponeras mot tillgångar som förväntas avkasta 10% så ger detta ett avkastningsbidrag på 3%-enheter. Inte mycket kan tyckas men med en lång placeringshorisont så ger det ett ordentligt avtryck. På 27 år fördubblas kapitalet vid en ökning av den förväntade avkastningen med 3%-enheter.

Således har jag skapat en kassako som genererar kassaflöde kvartalsvis som efter kapitalkostnad ger ett bra tillskott i portföljen.

Volatiliteten är låg men dippen 19 sep – 16 okt var speciell då många dansade kring utgången och panik utbröt när tyska industrisiffror á la 2009 kom. Då föll preffarna rätt ordentligt, mycket tack varje den låga omsättningen varpå utbudet dränkte efterfrågan och efterföljande sättning var ofrånkomlig, många bra affärer gjordes under den dippen.

För att så ett frö till en tankeställare vill jag ge ett talande exempel till varför jag anser att viss belåning kan vara av godo så länge man har en nykter inställning till belåningen som verktyg samt respekt för risken.

|               |                               |
|---------------|-------------------------------|
| Portfölj      | 3 MSEK                        |
| Månadsspar    | 12 TSEK                       |
| Horisont      | 40 år                         |
| Avkastning EK | 11 %                          |
| Avkastning TB | 3%-enheter extra via belåning |

|                |                  |
|----------------|------------------|
| Utan belåning: | 342 705 000 kr   |
| Med belåning:  | 1 053 660 000 kr |

En extra avkastning har alltså med de två viktigaste komponenterna för ett långsiktigt sparande, tiden och avkastningen, genererat 710 955 000 kr **mer** än utan belåningen. Detta är självklart ingen garanti men bara ett sätt att illustrera kraften i ränta på ränta samt var några ynka procentenheter extra gör. 3,07 ggr mer kapital!

För mig är preferensaktier ett verktyg för att skapa riskjusterad överavkastning. Lycka till!