

Svenska REITs –

Behov och förutsättningar för
ett införande

Marcus Skoglund

Institutionen för teknik och samhälle
Fastighetsvetenskap
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet

The Department of Technology and Society
Real Estate Science
Lunds Institute of Technology
Lunds University, Sweden



ISBN/LUTVDG/TVLM 06/5133 SE

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

Avdelningen för Fastighetsvetenskap
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet
Box 118
221 00 LUND



**LUNDS TEKNISKA
HÖGSKOLA**
Lunds universitet

Department of Real Estate Science
Lund Institute of Technology
Lund University
P.O. Box 118
SE-221 00 LUND
SWEDEN

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

Swedish REITs – Needs and possibilities of an introduction

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Marcus Skoglund, Civilingenjörsutbildning, Lantmäteri, Lunds Tekniska Högskola

Handledare/Supervisors:

Ingmar Bengtsson, Avdelningen för Fastighetsvetenskap, Lunds Tekniska Högskola

Examinator/Examiner:

Ulf Jensen, Avdelningen för Fastighetsvetenskap, Lunds Tekniska Högskola

Abstract:

The purpose with this master thesis is to find out whether there is a need of REITs in Sweden or not and what the possibilities of an introduction are. It is shown in studies that real estate investment is an asset with good diversification possibilities. An optimally mixed asset portfolio should in general contain 10-20 % real estate related risk in order to be well diversified. For most investors this is only possible through indirect investment in real estate. This is normally done with real estate funds - REITs - or through a publicly listed real estate company.

Compared to other countries, Sweden has a shortage of indirect investment possibilities in real estate. As a result Swedish savers and investors face obstacles to hold the market portfolio and are therefore short of diversification possibilities. The result is twofold, both that Swedish investors are deprived from taking the full advantage of investing in the Swedish real estate market - the largest class of assets in Sweden - and that these huge values are somewhat inefficiently owned and managed. In the last couple of years the foreign investors' share of large commercial real estate investments in Sweden has grown from 20 % to 80 %. These investments are made through legal constructions currently not available in Sweden. During the same time the number of real estate companies listed at the Swedish stock exchange has shrunken to half. The analysis shows that double taxation in Sweden makes it non competitive to own real estate through the stock market.

If REITs were to be introduced to the Swedish market and if it would have the same effect as in other countries, this study shows it would strengthen the Swedish real estate market, improve investment climate and boost other parts of the society as well.

Keywords: Swedish REITs, double taxation, real estate investments

Sökord: Svenska REITs, dubbelbeskattning, fastighetsinvesteringar

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

Förord

Att skriva om REITs har varit mycket lärorikt och bildande på så sätt att det berört många intressanta områden och alltjämt är under intensiv utveckling.

Många är de som deltagit i arbetet och som varit villiga att komma med synpunkter, värdefull information och intressanta uppslag, vars stimulans gjort arbetet roligare och mer givande. Därför vill jag rikta ett stort tack till de personer på företag, institutioner och myndigheter som ställt upp med information och på andra sätt varit behjälpliga.

Stockholm december 2006

Marcus Skoglund

Sammanfattning

Uppsatsens huvudsakliga syfte är att analysera de behov och förutsättningar som finns för att förändra den svenska lagstiftningen kring indirekt ägande av fastigheter och införa REITs. Genom att studera erfarenheter och fakta från såväl Sverige som utlandet och analysera dessa utifrån finansiell ekonomi har fastigheters betydelse som ekonomisk tillgång och produktionsfaktor kunnat belysas.

Flertalet studier har påvisat nytta med att addera fastigheter till en portfölj med mixade tillgångar eftersom de har en diversifierande effekt. Det är positivt för såväl småsparare som stora kapitalförvaltare. En lämplig andel fastigheter bör vara 10-20 % av det totala värdet för att en mixad portfölj ska vara väldiversifierad. Direkta fastighetsinvesteringar är komplicerade till följd av höga enhetsvärden, odelbarhet och höga transaktionskostnader, därför är indirekta ägande av fastigheter att föredra för de flesta investerare. Indirekt investering sker vanligen genom fonder eller bolagslösningar som kan vara publika eller privata. USA var först med att införa REITs för att underlätta för indirekta investeringar i fastigheter, sedan införandet har REITs nått stora framgångar och spritt sig till stora delar av världen. Grundprincipen bakom REITs är att bolagsvinsten är skattebefriad så länge som huvuddelen delas ut till ägarna, beskattning sker sedan på utdelningen till ägarna. Det uppstår därmed ingen dubbelbeskattning.

Genomförd analys av svensk förhållanden visar att möjligheterna till att investera indirekt i fastigheter är starkt begränsade jämfört med många andra länder, det drabbar framförallt mindre investerare och småsparare som inte kan ta del av fördelarna med fastighetsinvesteringar vid sparande. Under de senaste åren har andelen större fastighetsaffärer som genomförts av utländska investerare ökat från 20 % till 80 %. Dessa har huvudsakligen skett genom legala former som inte är tillgänglig för svenska investerare. Sedan 1996 fram till 2004 minskade antalet börsnoterade fastighetsbolag till hälften. Anledningen tycks vara den dubbelbeskattning som missgynnar ägandet av fastigheter över börsen. De flesta fastighetsbolagen är dessutom högt belånade vilket ökar risken och minskar korrelationen med direktinvesteringar i fastigheter.

För att avgöra huruvida REITs är något som lämpar sig för den svenska marknaden har erfarenheter från andra länder där REITs redan införts eller ska införas studerats. Med antagande om att REITs skulle ha en liknande effekt i Sverige som de haft i andra länder efter införande, finns det argument som talar för att det kan stimulera fastighetsmarknaden och öppna för mer investeringar. För kapitalförvaltare och småsparare kan REITs förbättra avkastningen och minska risken. Mer indirekta investeringar på fastighetsmarknaden kan stimulera såväl byggande som ett mer effektivt ägande av fastigheter. Efterforskningar har inte kunnat visa på några alvarliga hinder mot en förändrad lagstiftning.

1	INLEDNING	10
1.1	Bakgrund och problemformulering	10
1.2	Syfte	11
1.3	Metodik	11
1.4	Avgränsningar	11
1.5	Källkritik	11
1.6	Definitioner	12
1.6.1	REIT	12
1.6.2	Dubbelbeskattning	12
2	FINANSIELL TEORI	14
2.1	Termer och begrepp inom finansiell teori	14
2.1.1	Risk	14
2.1.2	Avkastningskrav	14
2.1.3	Hävstångseffekt	15
2.1.4	Risikfri ränta	15
2.1.5	Likviditet	15
2.2	Modern Portföljteori (MPT)	16
2.2.1	Risk i en portfölj	16
2.2.2	Samvariation	17
2.2.3	Betavärde	18
2.3	Diversifiering	18
2.3.1	Diversifiering med två tillgångar	19
2.4	Portföljoptimering	21
2.4.1	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	22
2.4.2	Security Market Line (SML)	22
2.4.3	Hur stor del av risken kan diversifieras bort?	23
2.4.3.1	Systematisk risk – marknadsrisk	23
2.4.3.2	Osystematisk risk – specifik risk	24
2.4.4	Sammanfattning av Modern Portfolio Theory och CAPM	25
2.5	Vad kännetecknar fastigheter som tillgång betraktat?	25
2.5.1	Förväntad avkastning och risk	25
2.5.2	Höga enhetsvärden och odelbarhet	26
2.5.3	Heterogen tillgång	26
2.5.4	Lånefinansiering	26
2.5.5	Långsiktig investering med bra inflationsskydd	26
2.5.6	Höga transaktionskostnader	27
2.5.7	Förvaltningsintensivt	27
2.5.8	Svårt att prissätta	27
2.5.9	Illikviditet	27
2.6	Varför investera i fastigheter?	28
2.6.1	Diversifiering	28
2.6.2	Inflationsskydd	28
2.6.3	Hur stor del av en portfölj bör fastigheter utgöra?	29
2.7	Vilka är Investeringsvägarna?	30

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

2.7.1	Direkt ägande	30
2.7.2	Indirekt ägande	30
2.7.2.1	Fastighetsföretag/fastighetsfonder/REITs	31
2.7.2.2	Utlåning/medfinansiering	31
2.7.2.3	Fastighetsderivat	31
3	FASTIGHETER OCH ÄGANDE	32
3.1	Fastigheters samhällsekonomiska betydelse	32
3.2	Hur och av vem bör fastigheter ägas?	32
3.2.1	Vad avgör ägandet och hur fungerar den svenska marknaden?	33
3.2.1.1	Lokaler för näringsverksamhet	34
3.2.1.2	Bostadsfastigheter	34
3.2.2	Kapitalförvaltares betydelse i form av fastighetsägare	35
3.2.3	Bör kapitalförvaltare äga fastigheter direkt eller indirekt?	36
4	REITs	38
4.1	Vad är REITs?	38
4.2	Förutsättningar och regler	39
4.3	Utveckling	40
4.3.1	Länder som infört REITs och vad som karakteriserar dem	43
4.4	Finansiella egenskaper för REITs	44
5	SVENSKA REITs	48
5.1	Varför har inte REITs införts i Sverige?	48
5.1.1	Fastighetsinvesteringsbolag (FIB)	48
5.2	Möjligheter i Sverige att äga fastigheter indirekt	49
5.2.1	Fastighetsbolag	49
5.2.1.1	Varför har antalet fastighetsbolag minskat?	50
5.2.1.2	Bör fastighetsbolag handlas med rabatt?	50
5.2.1.3	Varför handlas börsnoterade fastighetsbolag under 2006 med premie?	51
5.2.1.4	Vad leder rabatten på de svenska fastighetsbolagen till?	52
5.2.2	Svenska fastighetsfonder	52
5.2.2.1	Ågarlån	53
5.2.2.2	Kommanditbolag	53
5.2.2.3	Begränsningar för de svenska fastighetsfonderna	53
5.2.3	Sammanfattning av det indirekta ägandet i Sverige	54
5.3	Varför är argument för ett införande av REITs i Sverige	55
5.3.1	Vad erbjuder REITs ?	55
5.3.1.1	Delbarhet	55
5.3.1.2	Lägre transaktionskostnader	55
5.3.1.3	Ökad Likviditet	55
5.3.2	Bättre kapitalförvaltning	55
5.3.2.1	Kapitalförvaltare	56
5.3.2.2	Privatpersoner	56
5.3.2.3	Kommun och stat	57
5.3.3	Bättre ägande och förvaltande av landets största tillgångar	57
5.3.3.1	Specialisering	57
5.3.3.2	Effektivt ägande	57
5.3.3.3	Långsiktigt ägande	57
5.3.3.4	Sänkta avkastningskrav och ökad produktion av fastigheter	58

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

5.3.3.5	Stabilare fastighetsmarknad	58
5.3.3.6	Större andel finansiering med egenkapital	58
5.4	Frågeställningar vid ett införande av REITs i Sverige	59
5.4.1	Belåningsgrad och korrelation	59
5.4.2	Krav på börsnotering	59
5.4.3	Minsta antal andelsägare	59
5.4.4	Ska börsnoterade fastighetsbolagen få ombildas till REITs	60
6	SLUTSATSER	62
7	REFERENSER	64
7.1	Litteratur	64
7.2	Elektroniska källor	66
7.3	Muntliga källor	66
8	APPENDIX	67

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

Inledning

1.1 Bakgrund och problemformulering

Fastigheter är tillsammans med aktier och obligationer den viktigaste tillgången på den globala investeringsmarknaden. Under 2005 uppgick de internationella direkta investeringarna i kommersiella fastigheter till 3500 miljarder svenska kronor enligt Jones Lang LaSalle, under 2006 kan motsvarande siffra komma upp till 4400 miljarder svenska kronor¹. Enligt samma källa hamnar Sverige på sjunde plats i en global ranking av de länder som tilldrar sig mest inter-regionala fastighetsinvesteringar.

Det uppskattade totala värdet av Sveriges samtliga fastigheter var 2004/2005 mellan 6000 och 7000 miljarder kronor². En stor andel av svenskarna som äger fastigheter gör det genom att de äger sin bostad. Professionella kapitalförvaltare äger också fastigheter, då till skillnad från bostadsägare, i huvudsakligt syfte att få avkastning.

Det ligger således mycket stora belopp investerade i fastigheter, som medverkar till att skapa välbefinnande och tillväxt, därför ligger det i såväl individens som allmänhetens intresse att de förvaltas på bästa sätt.

De senaste 25 åren har Sveriges fastighetsmarknad genomgått många förändringar och omvälvande perioder. 1990-talet var något av en brytpunkt för hela den svenska ekonomin, den inledande investeringspolitiken med bl.a. stora avskrivningsmöjligheter för fastighetsinvesteringar ledde till en fastighetsbubbla som spred sig till hela ekonomin och tvingade riksbanken att övergå till rörlig växelkurs för den svenska kronan. I spåren av fastighetskrisen under 1990-talet då stat och banker blev stora "ofrivilliga" fastighetsägare lanserades tanken på att införa REITs, eller FIB³ som blev den svenska benämningen, för första gången i Sverige. Motivet då var att snabba på återhämtningen på fastighetsmarknaden genom att underlätta för investeringar i fastigheter och skapa en sundare marknad mer beständig mot kriser. Enkelt beskrivet är REITs en bolagsform vars huvudsakliga verksamhet består i att investera i fastigheter, de betalar ingen bolagsskatt under förutsättning att större delen av vinsten delas ut till andelsägarna.

REITs som först infördes i USA på 1960-talet har spritt sig till stora delar av världen och nått hög acceptans där de införts. Grundtanken är underlätta för investeringar i fastigheter genom skattelättnader och därigenom möjliggöra en effektivare marknad och kapitalförvaltning. Fördelarna tycks vara många för såväl småsparare, institutionella placerare och inte minst för samhällsekonomiska intressen.

I Sverige saknas REITs och många kritiker menar att det missgynnar Sverige och svenskarna på flera sätt. Kritikerna menar att den svenska lagstiftningen bromsar utvecklingen och påstår bl.a. att det är lättare för tyska, holländska och amerikanska småsparare att investera i svenska fastigheter än vad det är för svenskarna själva. Vilken betydelse har fastigheter på kapitalförvaltning och varför är det bra att äga fastigheter? Vad ligger bakom kritiken och varför har inte REITs redan införts i Sverige? Om det finns problem på den svenska fastighetsmarknaden är då REITs en möjlig lösning på problemen och vad kan vi lära av omvärlden?

¹ Tidningen Fastighetsnytt, internationella fastighetsinvesteringar, 5/2006

² Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt

³ Fastighetsinvesteringsbolag

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är analysera eventuella behov av alternativa investeringsformer i svenska fastigheter. Syftet är också att undersöka och analysera förutsättningarna för en förändrad lagstiftning som gynnar det indirekta ägandet av fastigheter i Sverige och möjliggör ett införande av REITs.

1.3 Metodik

Arbetets tillvägagångssätt för att samla information har skett genom litteraturstudier, diskussioner och intervjuer av sakkunniga inom aktuella områden. Litteraturstudierna har inriktats mot artiklar och rapporter som behandlar REITs och fastighetsinvesteringar men även mot ekonomisk teori. Inledningsvis har den debatt som förts utomlands och i Sverige på området legat till grund för problemformulering, begränsning och struktur av arbetet.

Den inledande processen har sedan byggts på med hjälp av fakta från Sverige och utlandet. Framkomna fakta och påståenden har analyserats med hjälp av finansiell ekonomisk teori.

Den överläggset mest utvecklade marknaden för REITs och med störst faktaunderlag finns i USA, därför används den amerikanska marknaden i många jämförelser. De effekter som REITs haft i USA och på andra marknader antas till viss del vara överförbara till svenska förhållanden.

Genom hela arbetets gång har diskussioner och kortare intervjuer balanserat och kontrasterat de litterära studierna för att fylla de luckor som finns mellan teori och praktik.

1.4 Avgränsningar

En utgångspunkt är att fastigheter är en finansiell tillgång, som kan analyseras och beskrivas utifrån finansiell teori. Den finansiella ekonomin är begränsad till att kunna förklara och förstå delar av de värden och betydelser fastigheter har. Alla beslut som fattas sker inte på grund av vad den finansiella ekonomin utvisar, men för en meningsfull analys antas det vara den övervägande värdegrunden för att fatta rationella beslut. I min analys utgår jag från att dubbelbeskattningen finns och påverkar det indirekta ägandet av bolag noterade på någon svensk börs. Arbetets tyngdpunkt ligger på REITs och någon närmare analys eller jämförelse med andra indirekta fastighetsinvesteringar såsom swap-avtal görs inte.

Arbetet behandlar en bransch som är mitt uppe i en högkonjunktur och uppvisar en mycket dynamisk utveckling med stor påverkan från utlandet. Det tillsammans med att bl.a. skattelagstiftningen blir allt mer globaliserad, i alla fall europeiserad, gör att vissa teoriska antaganden inte följer den i realiteten tillämpade praxisen. Många regler och förordningar kan idag kringgås och det är ett känt faktum att kapital inte känner några geografiska gränser vilket begränsar möjligheterna att återspegla verkligheten fullt ut.

1.5 Källkritik

Huvuddelen av de fakta som används härstammar från organisationer vars verksamhet i hög grad är beroende av REITs och vars inställning kan vara positivt färgad. Detsamma gäller personer verksamma inom berörda områden som kan antas tala i egen sak.

1.6 Definitioner

1.6.1 REIT

Real Estate Investment Trust är den amerikanska benämningen på den indirekta ägandeform av fastigheter som innebär att ett bolag inte betalar någon bolagsskatt men i gengäld måste dela ut vinsten till andelsägarna. När bolaget inte betalar någon vinstskatt kommer utdelningen inte att dubbelbeskattas. Med andra ord är det ett värdepapperiserat och skatteeffektivt ägande av fastigheter. Tanken och modellen för REITs har spritt sig till andra delar av världen och benämns då olika men samtliga kan sorteras in under benämningen REIT.

1.6.2 Dubbelbeskattning

Juridiska personer betalar statlig inkomstskatt med 28 % på alla inkomster. Fysiska personer som får utdelning på aktier och andra andelar skall betala statlig kapitalinkomstskatt med 30 %. De belopp som företaget delar ut kan inte företaget dra av och delägarna kan inte göra avdrag för bolagsskatten. Att företaget tvingas betala skatt på inkomsten som sedan delas ut till andelsägarna som i sin tur skattar för utdelningen är vad som brukar kallas ekonomisk dubbelbeskattning. Det innebär att med gällande bolagsskatt kommer en inkomst på 100 kr att beskattas med 28 kr i bolagsskatt. Om resterande delas ut till andelsägarna kommer dessa att betala 30 % av dessa i skatt på kapitalinkomst. I slutänden innebär det att av varje 100 kr som delas ut från företag går 49,60 kr till statlig inkomstskatt. Dubbelbeskattning missgynnar framförallt kapitalintensiva bolag.

Finansiell teori

Fastigheter är en finansiell tillgång och kan i de flesta avseenden behandlas enligt samma ekonomiska teori som andra tillgångar, de andra tillgångarna är huvudsakligen aktier och obligationer. För att förstå fastigheter som en ekonomisk tillgång och vad de som investering har att erbjuda kan de beskrivas och analysera med hjälp av finansiella ekonomisk teori. I den inledande teoridelen ges en genomgång av de fundamentala begreppen inom finansiell teori. Den inledande teoretiska ansatsen ligger till grund för att beskriva och analysera fastighetsinvesteringar i senare delar av arbetet. Den moderna investeringsfilosofin kretsar mycket kring att förstå en tillgång utifrån dess egenskaper kombinerat med andra tillgångar i en portfölj. I teorin är det möjligt att avgöra vilka tillgångar som en portfölj bör innehålla och lämpligaste fördelningen, teoridelen förklarar hur investerare idag går tillväga för att kontrollera och styra sammansättningen av investeringsportföljen.

1.7 Termer och begrepp inom finansiell teori

Det finns ett antal fundamentala begrepp inom den finansiella ekonomin som ständigt återkommer. För att underlätta förståelsen och innebörden presenteras här några av de för arbetet viktiga begrepp.

1.7.1 Risk

Risk är för investeraren något negativt som bör undvikas och kompenseras för i den mån den ändå finns. Det vanligaste sättet att mäta en tillgångs specifika risk är att använda historiska data som grund och sedan anta att dessa även säger något om hur framtiden kommer att se ut. Anledningen till att historiska data kan användas för att säga något om framtiden är att under längre tidsperioder tenderar risken i framtida avkastning att vara stabil. I ett kort tidsperspektiv kan priset och därmed avkastningen på en tillgång antas vara en slumpvariabel. Det går inte att förutse det framtida priset men det är däremot möjligt att säga något om tillgångens egenskaper. Förväntat pris eller möjligt utfall kommer då priset är en slumpvariabel att vara normalfördelat, dvs. det är lika troligt att priset avviker uppåt som neråt från det förväntade utfallet.

Risk är enligt den finansiella analysen avvikelsen eller spridningen kring det förväntade värdet. Om spridningen är stor är också risken stor. Statistiskt sett är det samma sak som standardavvikelsen.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - E(x))^2}{n}}$$

σ	standardavvikelse
x_i	de individuella observationerna
$E(x)$	medelvärdet av alla observationer
n	antal observationer
σ^2	Variansen

1.7.2 Avkastningskrav

Eftersom investerare helst undviker risk kräver de något i utbyte då de ändå exponerar sig för risk. Avkastningskravet kan beskrivas som den riskfria räntan plus en riskpremie för just den aktuella investeringen.

1.7.3 Hävstångseffekt

När det finns en skillnad mellan den ränta som går att låna till och den avkastning som kan uppnås genom investeringar finns möjligheten att generera högre avkastning genom att låna ytterliggare och investera. Den ökade avkastningen som kan uppnås genom ökad belåning bör speglas av den högre risk belåningen innebär. Det innebär i sin tur att effekten avtar då långgivaren kräver allt högre ränta i samma utsträckning som risken/belåningen ökar.

1.7.4 Riskfri ränta

I modern finansiell ekonomi antas att det finns en riskfri tillgång med real avkastning. Det antas även vara möjligt att låna kapital till samma ränta. Den riskfria tillgången antas kunna motsvaras av stadsskuldväxlar med kort löptid eller reala stadsobligationer med samma löptid som investeringshorisonten för portföljen. Detta har stor betydelse vid portföljoptimering eftersom det med hjälp av den riskfria tillgången och den väldiversifierade marknadsportföljen, helt utan specifik risk, går att skapa den mest lämpliga riskrelaterade avkastningen.

1.7.5 Likviditet

Likviditet är ett begrepp som används för att beskriva hur mycket av en tillgång som omsätts på en marknad. En likvid marknad kännetecknas av att en tillgång snabbt kan likvideras till låga transaktionskostnader. Måttet på likviditeten anges ofta med uttrycket *spread* och anger skillnaden mellan köp och säljkurs. I en tillgång med hög likviditet kommer *spreaden* att vara liten och det går därför snabbt att hitta en köpare till tillgångens marknadsvärde.

En tillgång med hög likviditet kommer därför att ha tillförlitligare kursinformation och marknadsvärdering än en tillgång med lägre omsättning. Detta påverkar värdet genom att det sänker transaktionskostnaderna och minskar likviditetsrisken. Den som handlar med en tillgång med låg likviditet kommer att kräva risktillägg i form av högre förväntad avkastning⁴. Flera studier har undersökt likviditetens betydelse för värderingen av tillgångar. En studie visar att marknadsrabatten på icke noterade bolag, som därmed har betydligt lägre likviditet än noterade bolag, kan överstiga 30 %⁵.

⁴ <http://www.omxgroup.com>

⁵ Shannon P. Pratt, *valuing a business: The analyse of closely held Companies*, 2nd ed.

1.8 Modern Portföljteori (MPT)

Under 1950-talet genomförde Markowitz ett omfattande arbete med att analysera hur risken i en portfölj utvecklades beroende på valda tillgångar och deras egenskaper. I början analyserade han en portfölj innehållandes aktier i syfte att hitta den fördelning som för en given risk gav den bästa avkastningen, eller omvänt den lägsta risken för en given avkastning. För en enskild tillgång mäts risken som standardavvikelsen⁶, då flera tillgångar kombineras i en portfölj uppstår ytterligare faktorer som måste tas med i beräkningen.

MPT, modern portföljteori är utvecklad utifrån att tillgångar har tre bestämda egenskaper. Detta gäller för alla tillgångar och bygger på historiska data som även antas säga något om framtiden.

1. Förväntad avkastning
2. Risk mätt som standardavvikelse
3. Korrelation med andra tillgångar

Portföljteori handlar om hur olika tillgångar uppträder då de kombineras i en gemensam portfölj. Den förväntade portföljvinsten är det viktade genomsnittet för de olika tillgångarna.

- Förväntad avkastning:

$$E(R_p) = \sum_i w_i E(R_i)$$

$E(R_p)$ Portföljens totala förväntade avkastning

w_i Tillgången i 's vikt av portföljen

$E(R_i)$ Tillgången i 's förväntade avkastning

1.8.1 Risk i en portfölj

Till skillnad från avkastningen i en portfölj är inte risken det viktade medelvärdet eftersom olika tillgångar tenderar att påverka varandra och påverkas av samma faktorer. För att åskådliggöra principen med risk i en portfölj av tillgångar ska först risken för en portfölj med två icke korrelerade tillgångar beräknas. Följande två satsar gäller för beräkning av variansen i en portfölj med två tillgångar.

(1) Variansen i en konstant multiplicerad med en slumpvariabel är detsamma som variansen i variabeln gånger konstanten i kvadrat.

(2) Summan av variansen för två oberoende (korrelationen = 0) variabler är lika med summan av variansen.

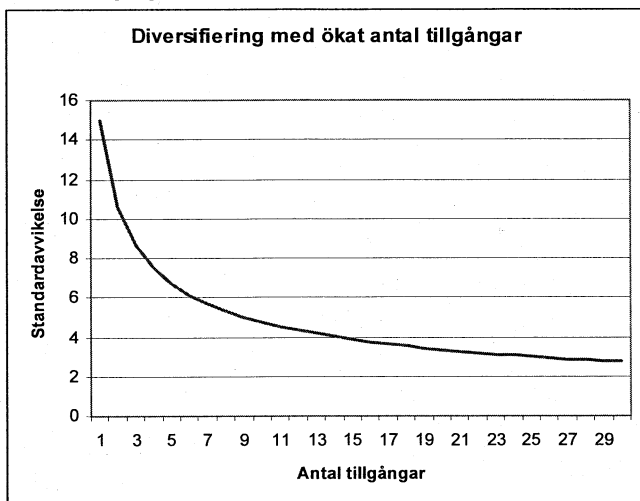
Lägger man samman (1) och (2) får man att den totala variansen för två okorrelerade tillgångar är variansen för tillgång 1 plus variansen för tillgång 2. Matematiskt kan det beskrivas enligt följande.

$$\sigma_p = \sqrt{w_1\sigma_1 + w_2\sigma_2}$$

⁶ Se Kap. 2.1.1

Det innebär att trots att tillgångarna individuellt har samma risk så minskar risken i portföljen ju fler av dessa tillgångar som ingår. I bild 2:1 åskådliggörs den avtagande risken i portföljen då antalet oberoende tillgångar med samma förväntade avkastning ökar i portföljen.

Bild 2:1 Tillgångar med korrelationen = 0, $\sigma = 15$



Detta är den enklaste formen av diversifiering/riskminskning och låter sig enkelt göras helt enkelt genom att addera tillgångar till portföljen. Denna enkla princip förklarar uttrycket ”lägg inte alla ägg i samma korg” som syftar till riskminskning då antalet tillgångar i portföljen ökar. Föregående exempel förutsatte att den inbördes korrelationen var 0, vilket den sällan är. Regeln säger att om allt annat lika ger en lägre samvariation mellan tillgångarna en lägre portföljrisk. För att sätta samman flera investeringar i en portfölj och optimera den riskrelaterade avkastningen krävs därför att faktorer som samvariation och inbördes påverkan beaktas i beräkningarna.

1.8.2 Samvariation

Samvariationen mellan tillgångar och tillgångsklasser är av stor betydelse då portföljer med flera tillgångar ska sättas samman. Samvariationen mäts som kovariansen mellan tillgångarna. Kovariansen för två tillgångar beräknas enligt följande.

$$\text{Cov}(X, Y) = \frac{1}{n} \sum (x - E(X)) * (y - E(Y))$$

Där X och Y är två variabler med förväntat värde $E(X)$ och $E(Y)$. Kovariansen kan vara både positiva och negativa beroende på hur tillgångarna samvarierar. Det högsta värde kovariansen kan anta ges genom att multiplicera standardavvikelsen för de båda tillgångarna med varandra. Det leder till att när kovariansen är lika med produkterna av standardavvikelsen är samvariationen total. I en portfölj med två helt samvarierande tillgångar är kovariansen lika med portföljens varians.

Det framräknade värdet för kovariansen säger inte i vilken utsträckning tillgångarna samvarierar, bara om de gör det eller inte, därför behövs ett mått på i vilken utsträckning de samvariera. Som mått på samvariationen används korrelationskoefficienten.

Korrelationskoefficienten beräknas enligt följande:

$$\rho_{x,y} = \frac{\text{COV}(x,y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

Korrelationen kommer att anta ett värde mellan -1 och 1 beroende på i vilken omfattning tillgångarna samvarierar. Värdet 1 anger att de alltid följer varandra i sina förväntade avkastningar medan -1 visar att tillgångarna alltid rör sig i motsatt riktning i förhållande till varandra. Värdet 0 innebär att det rör sig helt oberoende och slumpmässigt i förhållande till varandra.

1.8.3 Betavärde

När samvariationen beräknats med hjälp av kovarians och korrelation vet man i vilken utsträckning olika tillgångar kan förväntas följa varandras utveckling, men man vet fortfarande inget om orsakssambandet. Betavärdet är ett mått på hur avkastningen för en tillgång kan förväntas ändras i förhållande till påverkas av avkastningen för en annan tillgång eller hela marknaden.

Betavärdet beräknas enligt följande:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}_{im}}{\sigma_m^2}$$

Cov_{im} är kovariansen i avkastning mellan den specifika tillgången och marknaden, σ_m^2 är variansen i marknadens avkastning.

Ett beta högre eller lägre än ett innebär att den förväntade avkastningen tillika avkastningskravet är högre respektive lägre än för marknaden som helhet. Är beta 0 innebär det att tillgången är helt okorrelerad med den förväntade avkastning för marknaden, det innebär i princip att avkastningskravet är lika med den riskfria räntan.

1.9 Diversifiering

Tidigare exempel på riskminskning gjordes med tillgångar som saknade korrelation, därvid kunde en förenklad princip av riskminskning härledas. I kommande avsnitt kommer samtliga ingående faktorer användas för visa portföljteorins fulla användning.

- Portföljens risk

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_i \sum_j w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}}$$

σ_p Portföljens risk mätt som standardavvikelse

w_i Vikten av tillgång i

w_j Vikten av tillgång j

σ_i Standardavvikelse för tillgång i

σ_j Standardavvikelse för tillgång j

ρ_{ij} Korrelationskoefficienten för tillgång i och j

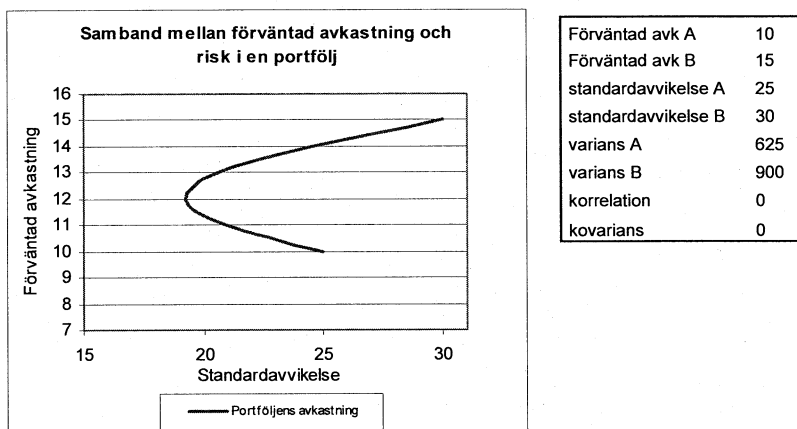
Genom att utnyttja de olika tillgångarnas avkastnings- och riskprofiler kan ett optimum uppnås. För att det ska vara möjligt så måste de påverkande variablerna risk, förväntad avkastning och korrelation vara kända. Därefter är det möjligt att, genom att variera sammansättningen s.k. diversifiering, optimera risk och avkastning.

1.9.1 Diversifiering med två tillgångar

Ju lägre korrelation desto bättre diversifieringsmöjligheter, i teorin är det möjligt att konstruera en positivt avkastande portfölj helt utan risk. Det är endast möjligt om korrelationen är -1, dvs. perfekt negativt korrelerade. I verkligheten finns det inte två tillgångar som är perfekt negativt korrelerade men det är ändå möjligt att diversifiera tillgångar så länge de inte är perfekt positivt korrelerade. De flesta tillgångar är i verkligheten positivt korrelerade vilket innebär ett värde mellan 0 och 1. Genom att utnyttja den portföljeffekt som möjliggörs då flera tillgångar läggs samman kan avkastning i förhållande till risken optimeras.

För att åskådliggöra hur förväntad avkastning och risk hänger samman på portföljnivå kan följande tre exempel användas. I följande exempel ingår två tillgångar i portföljen, i samtliga fall är det bara korrelationen som varierar. Det innebär att portföljens samtliga kombinationer kommer bilda en linje. Att begränsa antalet tillgångar i portföljen till två underlättar förståelsen utan att förändra teorin eller innebörden av slutsatserna.

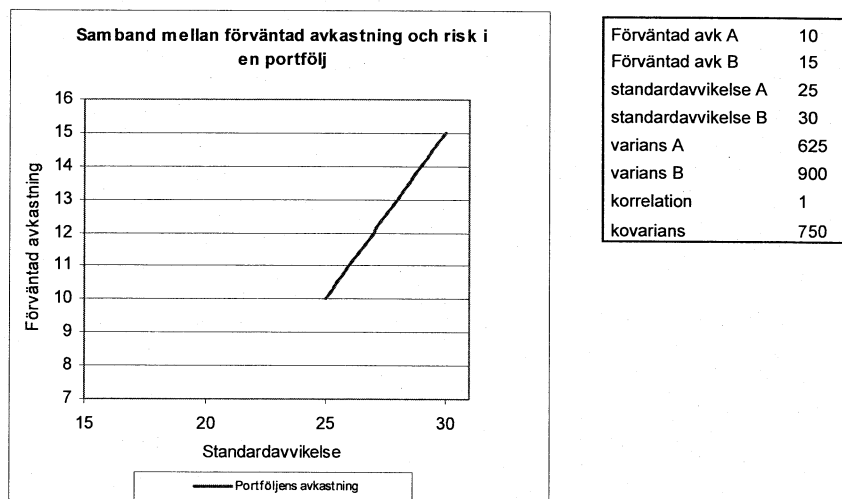
Bild 2:2



I bilden 2:2 är korrelationen 0 mellan de två ingående tillgångarna, det finns stora möjligheter till diversifiering. Ändpunkterna på linjen symboliserar extremfallen då portföljen endast innehåller den ena av tillgångarna. Intressant är att alternativet att enbart hålla tillgång A, med lägre risk än tillgång B, innebär högre risk och sämre avkastning än om tillgång B adderas till portföljen. I detta fall innebär det att den totala risken sjunker när en tillgång med individuellt högre risk läggs till portföljen. Det är även möjligt att behålla samma risk som det innebär att bara hålla tillgång A genom att addera tillgång B, samtidigt höjs den förväntade avkastningen från 10 % till ca 14 %.

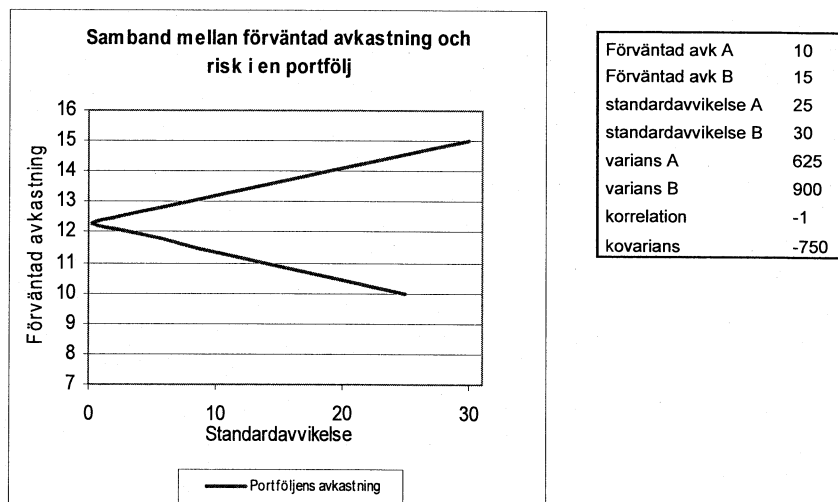
Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

Bild 2:3



I bilden 2:3 ändras korrelationen till 1 istället för 0 som i bilden 2:2, här saknas förutsättningar för diversifiering genom att kombinera tillgångarna. Förhållandet mellan förväntad avkastning och risk bildar en rak linje och något optimum går inte att finna. Det är uteslutande riskviljan som avgör vilken fördelning som bör väljas.

Bild 2:4

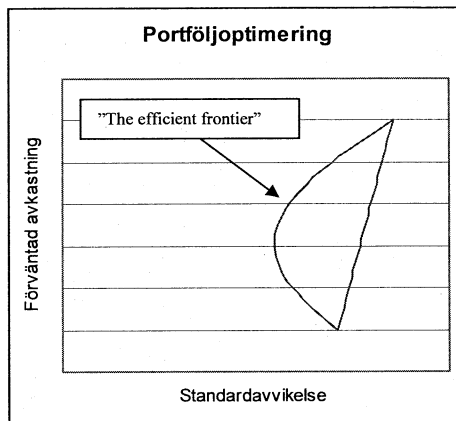


I teorin är det möjligt att helt diversifiera bort risken om tillgångarna är perfekt negativt korrelerade med varandra. I portföljen presenterad i bild 2:4 presenteras extremfallet då det är möjligt att få en förväntad avkastning på 12 % helt riskfritt. Det är förvisso möjligt att få en högre förväntad avkastning men den blir dyrköpt som riskrelaterad avkastning mätt. Dessa tre exempel visar betydelsen av samvariation mellan tillgångarna när en portfölj ska sättas samman.

1.10 Portföljoptimering

I föregående avsnitt där diversifieringen åskådliggjordes av en portfölj med två tillgångar hamnade alla möjliga utfall på en linje. När antalet tillgångar ökar kommer linjen istället att motsvaras av en yta. Portföljoptimering handlar om att hitta den mest effektiva portföljen för olika risknivåer, dvs. till en given risk optimera avkastningen. Den moderna portföljteorin har visat att investeringar i icke korrelerade tillgångar minskar risken utan avtagande avkastning. För att kunna optimera sammansättningen av en portföljs tillgångar måste tre saker vara kända, risken mätt som standardavvikelse, förväntad avkastning samt korrelationen mellan tillgångarna.

Bild 2:5



I bilden 2:5 ovan har samtliga möjliga utfall för en portfölj plottats, utan innanför linjerna motsvarar alla möjliga kombinationerna, men som inte är effektiva. För alla kombinationer som ligger innanför men inte på *the efficient frontier* kan avkastningen ökas utan att risken ökar. Genom att ändra sammansättningen i portföljen, till den portföljen som ligger rakt ovanför och på *the efficient frontier*, behålls risken samtidigt som den förväntade avkastningen ökas. Alla punkter utmed *the efficient frontier* är effektiva på så sätt att de till en viss förväntad avkastning ger lägsta risken. Alla portföljsammansättningar utmed *the efficient frontier* är dock inte optimerade. För att vara optimal krävs att ingen annan kombination ger bättre riskrelaterad avkastning. Den moderna portföljteorin kunde bevisa att den optimala portföljen låg någonstans utmed *the efficient frontier* men inte exakt var på kurvan. För att finna den optimala portföljen måste ytterligare en metod introduceras, Capital asset pricing model.

1.10.1 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

CAPM utvecklades i artiklar av Sharpe (1964), Lintner (1965) och Mossin (1966) för att överkomma de problem som uppstått i samband med utvecklandet av MPT. Syftet var att kunna mäta och avgöra vilken risk som var rimlig att acceptera i förhållande till förändringar i avkastning. CAPM handlar om att optimera portföljhanteringen i syfte att uppnå den bästa riskrelaterade avkastningen och gjorde det möjligt att skatta avkastningskravet baserat på risk. Priset på en tillgång avgörs utifrån risken, sambandet mellan risk och avkastning antas vara linjärt. Avkastningskravet för en tillgång baseras på den riskfria räntan och den för tillgången individuella riskpremien.

Enligt CAPM formuleras avkastningskravet enligt följande.

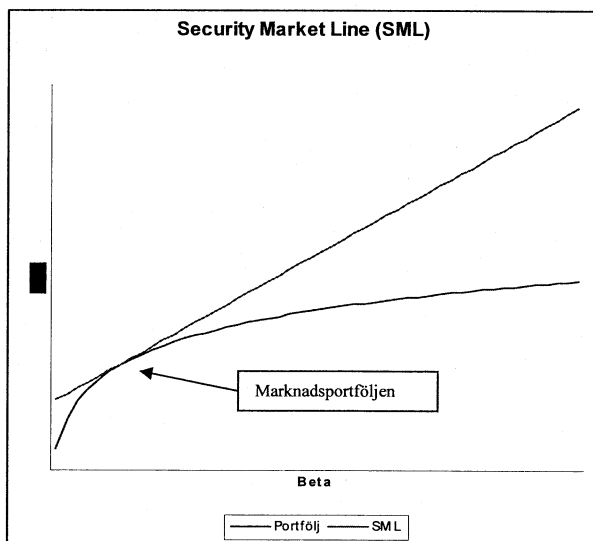
$$E(r_i) = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Där $E(r_i)$ är den förväntade avkastningen för en tillgång. Förväntad avkastning utgörs av tre variabler. β_i som är måttet på samvariation mellan tillgången och marknaden, r_f är den riskfria räntan och $(r_m - r_f)$ är differensen i avkastning mellan marknadsportföljen och den riskfria räntan. Det linjära sambandet mellan risk och avkastning kan sedan plottas och benämnas då Security Market Line.

1.10.2 Security Market Line (SML)

Med hjälp av CAPM är det möjligt att beräkna den linje som motsvarar alla möjliga kombinationer av marknadsportföljen och den riskfria räntan. Linjen som uppfyller detta benämnas Security Market Line (SML), den skär axeln för avkastning vid värdet för den riskfria räntan och tangerar sedan marknadsportföljen utmed linjen för the efficient frontier, se bild 2:6. SML motsvarar det linjära sambandet mellan risk och avkastning, för alla punkter utmed SML gäller att höjd avkastning kostar lika mycket i höjd risk.

Bild 2:6



SML är linjen som uppfyller CAPM och kommer därför skära marknadsportföljen i dess optimum. Marknadsportföljen kombinerad med den riskfria räntan ger den

optimala portföljen för investeraren, där risknivån speglar de önskade preferenserna. Genom att öka eller minska belåningen vandrar portföljen utmed SML⁷. Om investeraren belånar portföljen, för att utnyttja hävstångseffekten⁸, och investerar ytterligare i marknadsportföljen kommer denne att hamna ovanför marknadsportföljen utmed SML. Genom att låna in delar av portföljen till den riskfria inlåningsräntan hamnar avkastningen någon stans mellan portföljens förväntade avkastning och den riskfria räntan. Om investeraren väljer att vara offensiv och belåna portföljen eller att vara defensiv och låna in pengar till den riskfria räntan avgörs av dennes preferenser till risk och avkastning.

1.10.3 Hur stor del av risken kan diversifieras bort?

Enligt CAPM kan risk delas in i två beståndsdelar, dels finns för varje tillgång en marknadsrisk och sedan en unik eller osystematisk risk som är objektspecifik. För att förstå hur mycket av risken i en portfölj som kan diversifieras bort underlättar det om risk delas upp i dessa två beståndsdelar.

1.10.3.1 Systematisk risk – marknadsrisk

Det konstaterades i föregående avsnitt att det teoretiskt var möjligt att diversifiera bort all risk, men det krävde att det fanns perfekt negativt korrelerade tillgångar. Eftersom det inte finns några tillgångar som har korrelationen -1 kommer det följaktligen alltid finnas en viss risk kvar. Marknadsrisken dvs. den systematiska risken är den risk som alltid följer med en investering, den går inte att diversifiera bort oavsett hur många tillgångar som adderas till en portfölj. Marknadsrisken motsvarar en portfölj där alla marknadens tillgångar finns representerade. Det är den systematiska risken som en investerare bör få ersättning för eftersom den specifika risken kan diversifieras bort och torde därför inte ge någon extra avkastning. Den specifika risken är i viss mening frivillig att acceptera för en investerare, annars kan den diversifieras bort.

Om fastighetsmarknaden används som exempel kan en investerare som köper ett stort antal fastigheter räkna med att köpa några bättre och några sämre fastigheter, men topparna och dalarna tar ut varandra och investeraren kan förvänta sig en avkastning och risk i linje med hela marknaden. Köper man endast en fastighet finns risken att den är sämre än marknadsgenomsnittet. Risken att den genomsnittliga avkastningen är sämre än för marknaden som helhet minskar ju större del av marknaden en investerare exponerar sig mot.

Oavsett hur många fastigheter en portfölj, med enbart fastigheter, innehåller kommer det alltid att finnas en viss risk kvar. Ju fler fastigheter som ingår i portföljen desto troligare blir det att såväl avkastning som risk är densamma som marknaden. Därför återstår bara den för fastigheter speciella marknadsrisken i en portfölj med enbart fastigheter då den innehåller ett tillräckligt stort antal fastigheter, den är med andra ord väl diversifierad. Varje tillgångsslag har sin speciella marknadsrisk, därför kan risken minskas ytterligare genom att även kombinera olika tillgångar i en portfölj.

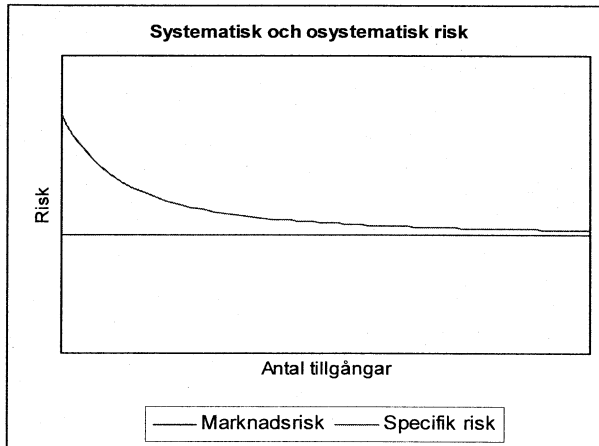
⁷ Inom den finansiella ekonomin antas det att både inlåning och utlåning är möjligt till den riskfria räntan, se Kap. 2.1.4

⁸ Hävstångseffekt, se Kap. 2.1.3

1.10.3.2 Osystematisk risk – specifik risk

Osystematisk risk eller specifik risk är den risk som är unik för varje investering och som kan undvikas genom att addera tillgångar till portföljen. För fastigheter beror den osystematiska risken på den unika fastighetens egenskaper. Exempel på faktorer som påverkar är läget, den lokala ekonomiska utvecklingen och hyresgästernas sammansättning.

Bild 2:7 uppdelning av risk



1.10.4 Sammanfattning av Modern Portfolio Theory och CAPM

Modern Portfolio Theory är ett försök att minimera risken utifrån avkastningskrav. Till grund ligger historiska data för avkastning och risk. När flera tillgångar läggs till portföljen måste hänseende även fästas till hur de samvarierar. Med dessa data kan sedan portföljens samtliga kombinationer beräknas. Det är sedan endast de portföljer som ligger på *the efficient frontier* som är av intresse, för alla portföljkombinationer som ligger utmed *the efficient frontier* gäller att de för en viss förväntad avkastning inte finns en portföljkombination med lägre risk. Med CAPM kan sedan den portföljen som ligger på *the efficient frontier* med bästa riskrelaterade avkastningen bestämmas. Den optimala portföljen kan sedan kombineras med inlåning eller utlåning till den riskfria räntan för att få önskad risk och avkastning. Vilken portföljsammansättning en investerare sedan väljer beror på dennes preferenser gällandes risk och avkastning.

CAPM lär oss också att risken har två beståndsdelar, en del som kan diversifieras bort och en annan del som är inte är diversifierbar. Den för tillgången specifika risken kan diversifieras bort genom att fler tillgångar adderas till en gemensam portfölj. Genom att hålla delar av alla på marknaden förekommande tillgångar blir också risken densamma som för marknaden. Det går alltså att diversifiera en portfölj så långt att den har samma risk som hela marknaden. Den marknadsrisk som sedan återstår kan inte diversifieras bort utan kommer alltid att bestå. I teorin innebär det att den ersättning en investerare bör få för sitt risktagande endast bör bero på marknadsrisken, detta eftersom all övrig risk skulle kunna diversifieras bort och därmed kan ses som onödigt risktagande.

MPT visar att det på ett systematiskt sätt går att minska risken och höja avkastningen genom att kombinera rätt tillgångar på rätt sätt. Resultatet av CAPM är sedan att alla investerare ska hålla marknadsportföljen kombinerad med den riskfria räntan för att ha den bästa riskrelaterade avkastningen.

1.11 Vad kännetecknar fastigheter som tillgång betraktat?

Fastigheter är en betydande tillgång med fundamental betydelse för hela samhällsekonomin. Räknat i omsättning dominerar obligationer och aktier, men räknat i värde då samtliga fastigheter, ägda av företag, myndigheter och fysiska personer, summeras utgör de den största tillgången⁹. Jämfört med andra tillgångar tillskrivs fastigheter ett antal egenskaper som både begränsar och gör fastigheter intressanta att addera till en portfölj med andra tillgångar. Som det konstaterades i den teoretiska delen är samvariation med andra tillgångar en avgörande faktor då en tillgång ingår i en portfölj. Tillgångar som har låg korrelation med andra tillgångsslag gör det möjligt att diversifiera bort risk. Nedan följer en genomgång av de karaktäristika som kännetecknar fastigheter.

1.11.1 Förväntad avkastning och risk

Den förväntade avkastningen beror på två variabler, direktavkastning och värdeförändring. Karaktären på fastigheter som investering gör att värdet till största delen beror av tre saker, hyresnivå, förvaltningskostnader och avkastningskrav. Förändringar i någon av dessa resulterar i en direkt värdeförändring av hela fastigheten. För att fastighetens värde ska ändras måste inte en ändring redan ha skett utan det räcker med att de framtida förväntningarna ändras. De framtida förväntningarna beror i sin tur på en mängd faktorer, det kan exempelvis vara allt från det politiska läget, den globala ekonomiska tillväxten eller till små lokala förändringar i direkt anknytning till

⁹ Property investment, Hoesli and Macgregor

fastigheten och dess hyresgäster. Risken ligger i de osäkerheter som finns i de värdepåverkande faktorerna, dessa påverkas av den lokala hyresmarknaden men även av inflation och räntepolitik. Enligt teorin finns för varje fastighet en specifik risk och en marknadsrisk, det går inte alltid att göra en tydlig distinktion var gränsen går mellan dessa två uppdelningar av risk. En förenkling kan göras genom att säga att allt som riskerar att påverka värdet på fastigheten, utan att påverka hela fastighetsmarknaden i nämnvärd omfattning, är specifik risk. En hyresgäst som riskerar att hamna i obestånd är en för fastigheten specifik risk medan konjunkturella förändringar är marknadsrisk.

1.11.2 Höga enhetsvärden och odelbarhet

Jämfört med att handla ett fåtal aktier på börsen krävs betydligt mer kapital för att investera i fastigheter. Förvisso kan en fastighet ha flera ägare men i finansiell mening saknas möjligheten att handla med andelar av fastigheter. Denna odelbarhet gör det omöjligt för små investerare att köpa fastigheter i syfte att diversifiera sin investeringsportfölj. För att kunna investera i fastigheter i diversifierande syfte krävs mycket kapital eftersom en fastighet vanligen kostar från ett par miljoner upp till flera miljarder. Direktinvesteringar i fastigheter lämpar sig således bara för de mest kapitalstarka investerarna.

1.11.3 Heterogen tillgång

Vanligtvis delas fastigheter in i olika grupper beroende på hur de nyttjas, det kan exempelvis vara butik, kontor, bostad, logistik, industri eller specialbyggnader som idrottsanläggningar och byggnader för offentlig verksamhet såsom skola och vård. Även storleken på fastigheten har betydelse för användningsområde och karaktär. Varje fastighet är unik på så sätt att ingen fastighet är identisk med en annan, variationsmöjligheterna gällandes storlek och utformning är obegränsade. Två fastigheter kan inte vara belägna på exakt samma position, samtidigt som just läget är den enskilt viktigaste aspekten för fastighetens värde. Sammansättningen av hyresgäster i fastigheten, hyreskontraktens utformning och löptid påverkar i hög grad. Genom att välja korta eller långa löptider eller tillämpa omsättningshyra kan olika risk och avkastningsprofiler uppnås. Även två närbelägna fastigheter med samma planlösning kommer att ha olika karaktär beroende på hyresgästsammansättning. Många små hyresgäster gör fastighetsägaren mindre känslig för vakanser än om det bara finns en stor hyresgäst, men en stor hyresgäst kan också innebära en stabil partner som är lättare att administrera och med liten risk för att hamna i obestånd. Sammantaget innebär det att två fastigheter endast kan jämföras efter det att alla ovan nämnda faktorer vägs in.

1.11.4 Lånefinansiering

Att fastigheter vanligen finansieras med en hög grad av belåning har flera förklaringar. Höga enhetsvärdena i kombination med goda förutsättningar för att belåna fastigheter gör fastighetsköp fördelaktigt att finansiera med externt kapital. Långivaren får god säkerhet i fastigheten eftersom de är värdebeständiga och genererar stabila och förutsägbara kassaflöden. Den goda säkerheten som fastigheter tillmäts leder också till lägre räntor, därför blir det extra attraktivt för fastighetsägare att med hjälp av hävstångseffekten förbättra avkastningen på det egna kapitalet. I många länder, däribland Sverige, innebär det även skattefördelar, genom s.k. skattesköld, att belåna fastigheter.

1.11.5 Långsiktig investering med bra inflationsskydd

Mark och byggnader är tillgångar med lång livstid och förhållandevis okänsliga för tidens påverkan. Slitage på byggnader kan avhjälpas genom att underhålla byggnaderna, den värdeminskning som skulle kunna bero på slitage kompenseras vanligen av ökade markpriser. Fastigheter ger ett stabilt värde över tiden med koppling

till den samhälliga ekonomiska utvecklingen och passar därmed som långsiktig placering.

1.11.6 Höga transaktionskostnader

Vid köp och försäljning uppstår kostnader som kan beskrivas som direkta och indirekta. De direkta kostnaderna är exempelvis stämpelskatt och mäklararvoden. De indirekta kostnaderna vid fastighetsförsäljning är inte lika uppenbara och variera från fall till fall. Både köpare och säljare har personalkostnader under den process som transaktionen innebär, vanligtvis krävs resurser för att analysera objektet, marknadsanalyser, värdering och extern rådgivning av jurister och konsulter. Värdering och prissättning av fastigheter är mer komplicerat än för andra tillgångar eftersom de inte handlas på en central marknad med ständiga uppdateringar för priser. Vid fastighetstransaktioner kan själva transaktionskostnaderna utgöra ett par procent av de totala förvärvskostnaderna. Eftersom det är vanligt med en budgivningsprocess är det inte alltid som ett omfattande arbete leder till ett köp, de kostnader som uppstår vid icke-affärer borde därför rätteligen slås ut som förvärvskostnad på de affärer som genomförs för att få en sann bild av transaktionskostnaderna.

1.11.7 Förvaltningsintensivt

Aktier och obligationer är passiva investeringar där det räcker med beslut rörandes köp och sälj. Det administrativa arbetet utför styrelsen och anställda i företaget, aktieägarnas påverkan sträcker sig till att delta och rösta på bolagsstämmor, vilket ej heller det är något krav. Administrationen av obligationer kan inte påverkas av en investerare utan löper enligt ett förutbestämt program som investeraren godtog i samband med köpet. Att äga fastigheter kräver däremot att aktivt förvaltande och ansvarstagande. Redan vid köp av fastighet krävs mycket arbete och kunskap, ur den aspekten är en fastighet mycket komplex både tekniskt och ekonomiskt. Det dagliga förvaltandet är också aktivt eftersom det kräver hyresförhandlingar, underhåll, skötsel, administration av hyresavgifter och omvärldsanalyser för att nämna delar av vad som kan anses vara en del av förvaltningen. Kravet på ett aktivt förvaltande är inte bara av ondo eftersom det även ger ägaren möjlighet att själv påverka den framtida avkastningen. Genom att investera och förvalta aktivt kan mervärden lyftas fram och genom att vara insatt i marknaden kan trender och möjligheter tas till vara. Även om samtliga moment kan skötas av externa aktörer så krävs ändå ett aktivt val och kontroll av dessa vilket kräver resurser, en forma av förvaltning även det.

1.11.8 Svårt att prissätta

Bästa informationen av en varans pris är vad den såldes för tidigare, ju närmare i tid transaktionen skedde desto troligare är att varans pris ligger i närheten av senast satta pris. Prissättning av fastigheter sker inte på en central homogen marknad där alla aktörer kan handla med varandra, vilket är fallet med aktier och obligationer. Vid prissättning är tillgången på information avgörande, den viktigaste informationen är tidigare transaktioner och avsaknaden av en central marknad och att varje fastighet är unik gör att prissättningen måste göras uteslutande av skattningar som i sin tur kräver omfattande analys för att ge bra resultat. För att göra en korrekt värdering krävs loka kunskaper med små möjligheter att standardisera, det gör prissättningen komplicerat och krävande.

1.11.9 Illikviditet

Fastighetsmarknaden präglas av låg likviditet som en följd av bland annat ovan nämnda karaktäristika, det är tidskrävande och dyrt att handla med fastigheter. Varje enskild fastighet omsätts vanligen med många års mellanrum, jämfört med andra tillgångar är därför omsättningen låg. Enligt SCB var den totala omsättningen, år 2001, 150

miljarder kronor. Det motsvarar ungefär 2,5 % av beståndet värdemässigt¹⁰. I klassisk ekonomisk teori som exempelvis CAPM bortses helt från likviditeten när tillgångar värderas även fast den är av stor betydelse. Avkastningskraven på illikvida tillgångar torde ofta vara en eller flera procentenheter högre än på tillgångar med god likviditet¹¹. Det innebär att dålig likviditet höjer risken och därmed sjunker värdet.

1.12 Varför investera i fastigheter?

Tidigare presenterades den teori som ligger bakom den moderna kapitalförvaltningen. Utifrån dessa teorier kan en portföljförvaltare avgöra om portföljen bör innehålla fastigheter och i så fall hur mycket. Trots svårigheterna, att investera i fastigheter där huvudsyftet är avkastning snarare än direkt användarnytta så finns många fördelar med fastigheter som investeringsobjekt. Det härrör främst från de diversifierande egenskaper fastigheter kan ha i en portfölj tillsammans med andra tillgångar¹².

1.12.1 Diversifiering

Aktier och obligationer är relativt enkla att diversifiera med eftersom de är standardiserade, delbara och handlas till låga transaktionskostnader. Att handla med fastigheter är mer komplicerat men det finns andra mer positiva effekter som är önskvärda i en portfölj. Diversifiering behandlades i kapitel 2.4 som en del i portföljteori i syfte att minska risken utan att ge avkall på avkastningen. Den förväntade avkastningen och risken för fastigheter är, generellt sett, högre jämfört med obligationer, men lägre än aktier.

En placerare är rationell och vill maximera avkastning givet sin riskbenägenhet och kan därför antas fatta sina beslut helt utifrån risk och avkastning. För denne är en placering i fastigheter endast gynnsam om avkastningen per riskenheter är över en viss nivå. För att avgöra om fastigheter bör adderas till en portfölj kan *Modern Portfolio Theory* användas. Utgångspunkten är att avgöra om fastigheter tillför något till portföljen. Om man med hjälp av fastigheter kan flytta ut ”the efficient frontier” för en portfölj innebär det att det går att höja den riskrelaterade avkastningen¹³.

Tack vare att fastigheters låga korrelation med andra tillgångar, exempelvis aktier och obligationer, är det möjligt att diversifiera en portfölj genom att addera fastigheter. Diversifiering kan uppnås på många olika sätt, det är inte bara möjligt att kombinera olika tillgångsslag utan även genom att variera inom en och samma tillgång. En portfölj endast innehållandes fastigheter kan diversifieras genom att variera geografiskt och inriktning på fastigheterna. Inom tillgångsslaget fastigheter skiljer det exempelvis en hel del mellan bostäder, kontor och köpcentra avseende avkastning och korrelation. Eftersom investerare normalt sett helst sköter diversifiering en själv så är det vanligt att fonder och investmentbolag specialiserar sig på en viss typ av fastighet och användningsområde, det kan exempelvis vara köpcentra, det underlättar sedan för investeraren när denna diversifierar genom att äga i flera olika fonder/bolag. Slutsatsen är alltså att fastigheter är lämpliga att diversifiera med inom en investeringsportfölj, men på fond eller bolagsnivå är det vanligt med specialisering.

1.12.2 Inflationsskydd

¹⁰ Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt - Fastsighetsnomenklatur

¹¹ Ekonomisk Debatt 1998, årg 26, nr 5, Hur bör fastigheter ägas?

¹² Hoesli, M., Lekander, J. and Witkiewicz, W. *International evidence on real estate as a portfolio diversifier.*

¹³ Se Kap 2.4

Historiskt sett har fastigheter alltid givit ett bra skydd mot inflation, förklaringen till den goda värdebeständigheten finns i fastigheters speciella egenskaper. Som fundamental del i samhällsekonomin följer fastigheters pris den allmänna konjunkturen väl i uppgång och fall. Generellt är fastigheter mindre känsliga för förändringar i samhället än många andra tillgångar, detta kan delvis förklaras med att fastigheter är en tillgång som brukas och har nytta, boende behövs även i lågkonjunktur. Att ändra utbudssidan för fastigheter tar tid och verkar också mildrande på konjunktursvängningar. Stabila kassaflöden är också positivt för att behålla värde även under oroliga tider. I en undersökning från 1997 framkom att med en tidshorisont på sju år var sannolikheten 95 % att en investering i fastigheter skulle ge positiv real avkastning medan det krävdes 16 år för en investering i aktier för att nå samma sannolikhet¹⁴.

Ytterligare anledning till fastigheters stabilitet är på vilket sätt de hyrs ut. En fastighet har ofta flera hyresgäster kontrakterade på flera år med olika löptider. Detta gör att det är lätt att uppskatta framtida hyresintäkter samtidigt som det ger ett skydd mot nedgångar i hyresmarknaden, ty även om hyresgästen önskar omlokalisera verksamheten kan det tidigast ske vid hyrestidens utgång och olika löptider hindrar från att alla hyresgäster flyttar samtidigt. Hyreskontrakt kan därtill indexregleras vilket innebär att hyran följer den allmänna prisökningen. Med fleråriga, indexreglerade hyresavtal som betalas i förskott är kassaflödena stabila och lätta att förutsäga. Jämfört med aktier ger fastigheter säkrare kassaflöde eftersom en hyresgäst måste betala även om den går med förlust. Om en hyresgäst hamnar i obestånd och går i konkurs går det att hitta en ny hyresgäst medan en aktieägare i ett konkursat företag förlorar det insatta kapitalet.

1.12.3 Hur stor del av en portfölj bör fastigheter utgöra?

Andelen fastigheter i en portfölj avgörs utifrån de portföljviktigheter som ligger på *the efficient frontier* och stämmer överrens med investerarens preferenser till risk och avkastning. Det är ingen självklarhet att en portfölj ska innehålla fastigheter, det visar sig först efter närmare undersökning. För att kunna avgöra hur mycket fastigheter en portfölj bör innehålla måste en del grunddata tas fram. Den grundläggande data som måste vara känd är tidshorisont, förväntad framtida avkastning, varians och korrelationen med andra tillgångar som ingår i portföljen. För fastigheter innebär det ett problem eftersom informationen ofta är bristfällig och svår att få tag i. För andra tillgångar, som handlas på en central marknad under mer likvida former, finns det mer historiska data om hur värdet varierat över tiden. För fastigheter innebär detta informationsproblem att genomförda beräkningar dras med en viss del osäkerhet och fungerar mer som fingervisning än säker sanning.

Det har gjorts flertalet undersökningar med syfte att undersöka vad som kan anses vara en lämplig andel fastigheter i en portfölj, samtliga dessa påverkas av osäkerheten i de data som använts. Vanligtvis har olika index använts som jämförelsemått till risk och avkastning, dessa index bygger inte enbart på faktiska försäljningar utan på oberoende värderingar som genomförts i syfte att få fram ett index att jämföra mot. Som jämförelse kan nämnas att IPD¹⁵ hade en genomsnittlig skillnad mellan föregående värdering och faktisk försäljningspris på 9,5 % på 1216 fastighetsförsäljningar som genomfördes i Storbritannien under 2004¹⁶. Denna siffra visar två saker, att det faktiskt går att skatta fastigheters pris utifrån en värdering med hyfsad noggrannhet, men samtidigt är osäkerheten stor jämfört med exempelvis aktier där priset går att följa exakt med uppdateringar varje sekund. Till följd av komplexiteten att prissätta fastigheter och den låga likviditeten är det förhållandevis svårt att ange en exakt andel

¹⁴ Heosli & Macgregor, Property investment

¹⁵ IPD, Investment property Databank, mäter avkastning på direkta investeringar i fastigheter.

¹⁶ www.ipdglobal.com/results/free_download/reports/RICSreports.asp

av en portfölj som bör utgöras av fastigheter. I de studier som gjorts (exempelvis Fogler, 1984; Irwin och Landa, 1987; Byrne och Lee, 1995; Liang, Myer och Webb, 1996)¹⁷ pendlar den föreslagna andelen fastigheter, i en portfölj med blandade tillgångar, mellan 10-20 %. I praktiken är det dock ett fåtal professionella placerare som faktiskt håller en så hög andel som studierna menar är optimalt. En studie, genomförd 1999, visade att den egentliga andelen fastigheter som del av portföljen bland internationella placerare var 8,3 %¹⁸. Anledningen till att många förvaltare håller en lägre andel fastigheter i portföljen, än vad teorin påbjuder, är enligt Hoesli och Macgregor de höga transaktionskostnader, konkurrensrisk, illikviditet och Förvaltningsåtaganden¹⁹.

1.13 Vilka är Investeringsvägarna?

Har det någon betydelse för hur investeringen i fastigheter sker med avseende på ägandet? Olika placerare kan antas vara intresserade av olika ägarformer gällandes tidshorisont, kapitalmängd, engagemang och avkastningskrav, de torde således även föredra olika typer av ägande. En första indelning kan göras mellan de som äger hela eller en större del av en fastighet och aktivt deltar i förvaltningen och de som endast äger indirekt utan skyldigheter för förvaltning och administration.

1.13.1 Direkt ägande

Att äga fastigheter direkt innebär att man står som ägare av fastigheten och därmed har totalt inflytande av hela fastigheten. Det direkta ägandet av fastigheter är huvudsakligen de som äger sin egen bostad, företag som äger lokalerna de använder i sin verksamhet och de som enbart äger fastigheter för i syfte att få avkastningen. Då fastigheter ägs direkt åligger det ägaren ett visst ansvar, ty fastigheten måste förvaltas och ägaren har ett ansvar gentemot hyresgäster och andra berörda parter. De krävs även omfattande resurser och kompetens vid köp och försäljning av fastigheter²⁰. Det är inget krav på ägaren att denne måste ha all kompetens själv eftersom möjligheten finns att låta någon annan utföra vissa moment, men det krävs ändå ett visst engagemang som innebär kostnader. Det blir dock allt vanligare att ta hjälp av extern kompetens vid förvaltning och förvärv av fastigheter. I takt med att fastigheter blivit allt mer accepterad som investering, för stora globala kapitalplacerare såsom fonder och stiftelser, har kraven på professionell förvaltning ökat. Det blir allt vanligare att ägandet och förvaltningen skiljs åt, investeraren lejer ett annat företag att förvalta fastigheterna. Främsta anledningen till denna uppdelning är att globala investerare, som växlar fokus såväl geografiskt som typ av tillgångar, finner det allt för dyrt att bygga upp tillfälliga lokala organisationer för förvaltning. Jämfört med andra typer av finansiella tillgångar kräver fastigheter betydligt mer aktiv förvaltning och det ligger inte i stora kapitalförvaltarens intresse att behöva anställa fastighetsskötare, som de föredrar att köpa från en extern fastighetsförvaltare.

1.13.2 Indirekt ägande

Det är även möjligt att äga en fastighet indirekt genom ett antal olika alternativ. Gemensamt för alla är att har en risk i fastigheten och att fastigheten inte behöver byta ägare för att investeraren ska kunna sälja eller minska sin exponering mot fastighetsrelaterad risk. Resurskrävande transaktioner, höga enhetsvärden och omfattande förvaltning gör att det direkta ägandet endast lämpar sig för ett fåtal. Genom det indirekta ägandet kan flera av problemen med fastighetsinvesteringar kringgå och möjliggöra för fler att investera i fastigheter. Indirekt ägande kan delas in

¹⁷ Journal of Real Estate Portfolio Management, The role of international real estate in global mixed-asset investment portfolios, 1999:2

¹⁸ Journal of Real Estate Portfolio Management, The role of international real estate in global mixed-asset investment portfolios, 1999:2

¹⁹ Hoesli & Macgregor, Property investment

²⁰ Se Kap. 3.1

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

I tre huvudgrupper av investeringar, de är samtliga en forma av värdepapperiserat ägande.

- Fastighetsföretag/fastighetsfonder/REITs
- Utlåning/medfinansiering
- Fastighetsderivat

1.13.2.1 Fastighetsföretag/fastighetsfonder/REITs

Bolags- och fondstrukturer löser problemen med avsaknad av en central marknad, illikviditet, höga transaktionskostnader, höga enhetskostnader, odelbarhet samt omfattande administrativt arbete. Beroende på var i världen man befinner sig hittar man olika konstruktioner av legala strukturer som kan handlas offentligt s.k. publika bolag. Grundformen av ett fastighetsföretag är ett börsnoterat företag som huvudsakligen investerar och genererar sin avkastning från fastigheter. Ett företag med ett fåtal eller en ensam ägare som investerar i fastigheter ligger i gränzonen mellan direkt och indirekt ägande och behandlas inte närmare i detta avsnitt. Utifrån denna grundform har det sedan uppstått andra former av andelsägande. Fonder eller REITs som investerar i fastigheter lyder, i de länder där de förekommer någon form av specialiserad lagstiftning som varierar från land till land. Hur fördelaktig en investering i en fond eller företag, som i sin tur äger fastigheter, är beror på hur vinst och utdelning beskattas.

1.13.2.2 Utlåning/medfinansiering

Istället för att delta aktivt i ägandet av fastigheter finns även möjligheten att låna ut pengar till uppförande, köp eller utveckling av fastigheter. Vanligtvis finansieras fastighetsaffärer med en del egenkapital och en del lånefinansiering. Genom att finansiera fastigheter genom lån får långivaren en viss exponering mot fastighetsrisk, eftersom ersättningen/räntan relateras till risken för den aktuella fastigheten. Lånefinansiering ger därför framförallt avkastning relaterat till just det objektet på den marknaden som finansieras och regleras av låneavtalets utformning. Vid utlåning till fastighetsprojekt används fastigheten som säkerhet vilket innebär att vid eventuella likviditetsproblem kan fastigheten tvångsförsäljas, förlust uppstår bara om priset på fastigheten blir lägre än det utlånade beloppet. Därför begränsar ofta utlånaren andelen lån och risken, för att vara säker på fastigheten vid en eventuell tvångsförsäljning inbringar tillräckligt med pengar för att täcka lånet.

1.13.2.3 Fastighetsderivat

Fastighetsderivat är ett samlingsbegrepp för en mängd avtal med olika konstruktioner och syften som dock har gemensamt att de alla har fastigheter som underliggande tillgång. I detta arbete kommer derivat endast att behandlas flyktigt som en del av det indirekta ägandet av fastigheter. Värdet på ett derivat är kopplat till den underliggande tillgångens rörelser och förväntade rörelser. Derivatmarknaden utvecklades ursprungligen för valuta- och aktiemarknaden och är ett tämligen nytt tema inom den finansiella fastighetssektorn. Tanken är dock ett reglerat utbyte av framtida kapitalflöden. Det är med hjälp av ett derivat möjligt för en fastighetsägare att byta den framtida och okända intäkten från fastigheten mot ett i förhand känt flöde från exempelvis obligationer. På grund av osäkerheten i hur mycket i intäkter som en fastighet kommer att generera kan det vara intressant för en fastighetsägare, som under en begränsad tid vill minimera risken, att byta bort den framtida avkastningen från fastigheter mot en säkrare avkastning. Utan derivat skulle det endast vara möjligt att undgå fastighetsrisken genom att sälja fastigheten. På andra sidan finns det någon som är beredd att betala en fast avgift för att få exponering mot fastigheter i hopp om högre avkastning. Med derivat kan man handla med risk utan faktiska transaktioner av den underliggande varan.

2 Fastigheter och ägande

Det går att äga och investera i fastigheter på flera sätt, det är därför intressant att se vilken betydelse ägandeformen har för ägaren, användaren och samhället samt om det finns några fördelar med ägandeformerna sinsemellan. Fastigheters stora betydelse som fundamental tillgång med nytta och produktionsfaktor i samhället är viktig att förstå när ägande diskuteras, hur denna betydelse påverkas och påverkar ska i följande avsnitt presenteras närmare.

2.1 Fastigheters samhällsekonomiska betydelse

Fastigheter har en central och betydande roll i samhällsekonomin, uppskattningsvis bidrar den kommersiella fastighetsbranschen med ca 10 % av BNP:n i euro området²¹. Fastigheter är en betydande produktionsfaktor eftersom i stort sett all affärsverksamhet behöver någon form av lokaler för att bedriva verksamheten. Kommersiella fastigheter bidrar med en stor del till den samlade BNP:n i form av de tjänster och affärer som genereras i och kring dem. Enligt den brittiska organisationen *British property federation* utgör fastigheter 34 % av landets produktiva tillgångar²². Till detta kommer även de arbetstillfällena som genereras såsom arkitekter, juridiskt kunniga, värderingsmän, mäklare mm. Till detta hör även de tjänsterna inom den finansiella sektorn som är fastighetsrelaterade, enligt *European Property Federation* är det cirka 10 % av de anställda inom den finansiella sektorn som arbetar med fastighetsrelaterade tjänster²³. För många verksamheter är det för dyrt eller ekonomiskt ineffektivt att äga fastigheter de behöver för verksamheten, därför finns det också en marknad för fastighetsinvesteringar som vill äga fastigheter, för att få avkastning, genom att hyra ut till andra. Risk och kapitalbindning kan undvikas genom att hyra lokaler istället för att äga själv, samtidigt får ägaren av fastigheten avkastning på sitt kapital. Minskat behov av administration och uppbundet kapital möjliggör fokus på huvudverksamheten, vilket genererar högre konkurrenskraft och större flexibilitet.

2.2 Hur och av vem bör fastigheter ägas?

Vilket är det bästa sättet att äga fastigheter och av vem? En grov indelning kan göras mellan de som äger och nyttjar fastigheten själv och de som endast äger fastigheten i syfte av kapitalplacering. Frågan innebär också om det ska vara möjligt att äga fastigheter indirekt genom s.k. värdepapperisering.

För både samhället och individen är det positivt med värdeökning av fastigheter, detta utifrån att fastigheters värde är kopplat till den allmänna ekonomiska utvecklingen och tillväxten i ett land. Eftersom en stor del av belåningen för investeringar och konsumtion är säkrat i fastigheter riskerar fallande fastighetspriser att få långtgående negativa effekter för ett lands ekonomi. Omvänt gäller att en stabil, icke spekulativ ökning av fastighetspriserna ökar nationalförmögenheten och möjligheterna till investeringar och konsumtion ökar. Det är således ingen slump att fastighetspriser speglar välbefinnande och ekonomisk utveckling. Därför är det viktigt för såväl ägaren av en

²¹ The EU Real estate investment trust- A vehicle for spreading capital and investment to all regions of the union. European property federation

²² Commercial Property Key Facts 2004, British Property Federation, December 2004

²³ The EU Real estate investment trust- A vehicle for spreading capital and investment to all regions of the union. European property federation

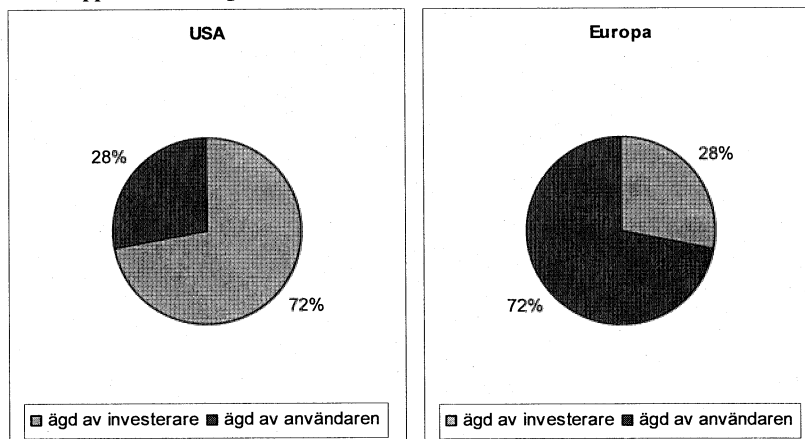
fastighet som för samhället i stort att ägandet och förvaltningen sker så effektivt som möjligt.

På en fungerande marknad kommer den med störst nytta vara den som är villig att betala mest för en fastighet och således också vara den långsiktige ägaren. I nästkommande analys förutsätts det bästa ägandet vara det som långsiktigt genererar högsta värdetillväxten genom förvaltning och därigenom också den långsiktiga ägaren. Det förekommer att ägandet av en fastighet är resultatet av prestige eller emotionella beslut, men följande analys kommer inte ta hänsyn till den typen av ägande.

2.2.1 Vad avgör ägandet och hur fungerar den svenska marknaden?

Brukande och ägande av fastigheter kan vara i syfte att bereda boende eller lokaler att bedriva näringsverksamhet i. I vissa fall väljer användaren att hyra istället för att äga själv, alternativet att hyra förutsätter att kapitalplaceringarna kan få önskad avkastning av att äga fastigheten och hyra ut lokalerna. Att äga eller inte äga lokalerna, som behövs för att kunna bedriva verksamhet i eller bereda boende, beror på de värdena kontra kostnader det innebär att äga lokalerna eller bostaden själv. Där gäller samma variabler som inom finansiell ekonomisk teori dvs. att det bestäms utifrån risk och förväntad avkastning. Om användaren också blir den långsiktiga ägaren eller om det blir en kapitalplacering antas grunda sig helt i ekonomiska betingade avvägningar. Ägandet och dess fördelning skiljer sig åt länder emellan och beror bland annat på fastighetsmarknadens mognad. I bild 3.1 framgår skillnaderna i ägarfördelning mellan Europa och USA, enligt *European property federation* beror de stora skillnaderna på att man i USA under en längre tid underlättat för indirekta investeringar (REITs) i fastigheter²⁴.

Bild 3.1 uppdelande av ägandet i USA och Europa (EU 15)



Källa DTZ

Detta skulle kunna tolkas som att den amerikanska marknaden har gett bättre förutsättningar för att ägandet av fastigheter allokerats efter beslut fattade på finansiella grunder. Färre företag, vars huvudverksamhet inte är fastigheter, har bundit kapital i byggnader och mark som behövs i verksamheten. Samtidigt har investerare i USA haft större möjligheter att diversifiera investeringarna med fastigheter, det tyder på ett bättre ägande och förvaltande av landets största tillgångar. Trenden bland företag att i ökande omfattning hyra lokaler istället för att äga finns i såväl Europa som Sverige och är beroende av intresset för sparare och kapitalförvaltare att investera i fastigheter.

²⁴ The EU Real estate investment trust- A vehicle for spreading capital and investment to all regions of the union. European property federation

2.2.1.1 Lokaler för näringsverksamhet

Först kan det konstateras att hyresmarknaden för lokaler inte präglas av samma regleringar som den för bostäder. Trenden bland företag är att de i allt högre omfattning väljer att inte äga lokalerna de använder i verksamheten utan föredrar att hyra dem. De undviker därmed onödig kapitalbindning och kan fokusera på kärnverksamheten. I vissa fall saknas det en hyresmarknad, det gäller exempelvis för tung industri som pappersbruk eller smältverk. Anledningen till att det inte finns en hyresmarknad är för att det saknas alternativa hyresgäster, i dessa fall är det ekonomiskt försvarbart att brukaren också bär risken för fastigheten. Kapitalplacering är alltså i hög grad lämpliga ägare av lokaler för kommersiellt syfte och de kan antas skapa mervärde för såväl investerare som det hyrande företaget.

2.2.1.2 Bostadsfastigheter

Inledningsvis antas bostadsmarknaden vara öppen och fri i syfte att försöka analysera vem som skulle vara den långsiktige ägaren utan hyresregleringar och politisk påverkan. En grov indelning av bostadsfastigheter kan göras mellan flerfamiljshus och enfamiljshus. Det avgörande för vem som blir den långsiktige ägaren av en bostad avgörs utifrån vem som kan förvalta den på bästa sätt, men även vad som lämpar sig bäst för nyttjaren. Den som kan förvalta en fastighet bäst innebär att det i slutändan när samtliga kostnader och risker vägts in blir "billigast" för nyttjaren. De kapitalplaceringar som äger fastigheter borde i grund och botten ha stora fördelar vid förvaltning och ägande av fastigheter tack vara storleken och möjligheten till effektiviseringar. Geografisk koncentration ger lägre förvaltningskostnader och god kännedom om den lokala marknaden ger ytterligare fördelar, men det ska vägas mot att de egna boende kan undvika vissa kostnader i samband med hyresförhandlingar och diskussioner kring underhåll. Att äga bostaden ger även ett visst långsiktigt skydd mot hyreshöjningar och därmed mindre risk²⁵.

Vid förvaltning av enfamiljshus saknas förutsättningar för stordriftsfördelar om det inte är geografiskt koncentrerat och standardiserat. Det är därför troligt att den långsiktige ägaren av enfamiljshus också är användaren eftersom denne har goda incitament att förvalta så effektivt som möjligt samtidigt som det vanligen också saknas förutsättningar för stordriftsfördelar. Det är däremot troligt att det finns stordriftsfördelar vid förvaltning och ägande av flerfamiljshus. Förvaltningen kan då antingen skötas av lägenhetsinnehavarna själva genom en bostadsrättsförening eller av en professionell uthyrare och kapitalförvaltare. Bostadsrättsföreningens styrka är att engagerade medlemmar kan sköta delar av förvaltningen själva och på så sätt spara pengar. En stor förening med många små lägenheter och stor omsättning riskerar att tappa det personliga engagemanget som är en viktig del i en bostadsrättsförening. Ur kostnadsperspektiv skulle det då kunna vara fördelaktigare att hyra bostaden och att förvaltningen sköttes av en professionell kapitalförvaltare som önskade sköta förvaltningen så effektivt som möjligt. För att en bostadsförening ska kunna förvalta effektivare än en professionell uthyrare kan det därför argumenteras för att det inte bör vara för många lägenheter eller alltför stor omsättning på hyresgäster.

En avgörande faktor, förutom förvaltningen, om det är bättre att hyra eller köpa sitt boende är under hur lång tid man planerar att bo där, vilka risker man är villig att acceptera, storlek, typ av fastighet samt förutsättningar att bilda och sköta en förening. Det är troligt att många hushåll som söker bostad för endast ett fåtal år skulle tjäna på att hyra bostaden i form av sänkta transaktionskostnader, inget risktagande till följd av lånefinansiering, ingen prisrisk och sänkta kostnader till följd av stordriftsfördelar. Omvänt gäller att den som bor på samma ställe under längre tid spar pengar på att äga bostaden eftersom kostnader för hyresförhandlingar och risken för hyreshöjningar

²⁵ Atterhög, M, A Hellström, H Lind och H-S Song, 2003, "Är det motiverat att underlätta för hushåll med låga inkomster att äga sin bostad - och hur ska det i så fall göras?"

minskar. Desto längre tid man äger bostaden desto mindre är risken att man tvingas avyttra med förlust.

Hyresformen för bostäder borde vara något som lämpar sig för många om man följer ovanstående argumentation. Empirin visar dock en annan trend med en ökad andel egnahemsboende, framförallt i storstadsregionerna. Är trenden av en ökad andel ägande av det egna hemmet grundad i ett ekonomiskt optimerande? Uppskattningsvis har andelen hyresrätter i Stockholm minskat från ca 70 % till ca 50 % under de senaste tio åren²⁶. Under treårsperioden 1999-2001 genomfördes det i genomsnitt 8000 ombildningar av hyresrätter till bostadsrätter i Stockholm²⁷. Den trend som finns i Sverige idag att allt fler köper loss hyresrätter och ombildar dessa till bostadsrätter förklarar Ragnar Lindgren på följande vis. ”Omvandlingen av hyresrätter till bostadsrätter är troligen delvis samhällsekonomiskt berättigad men styrs i hög grad av avsaknaden av en fungerande hyresmarknad”²⁸. Om det är så att hyresmarknaden slagits ut, vilka är orsakerna? I en rapport av Lind och Eriksson konstateras att priserna på bostadshyreshus i storstadsregionerna stigit med 200 % sedan i början av 1990-talet. De kommer till slutsatsen att ”Det är svårt att finna någon annan förklaring till detta än att priserna stigit på grund av de möjliga vinster som bostadsrättsombildningen ger”²⁹. Att omvandlingen skulle bero på effektivisering av förvaltningen motsägs av att det i så fall skulle ske samma omvandling på mindre orter med lägre hyror, vilket inte skett. Det talar för att förändringarna inte beror på att bostadsrättsföreningar skulle vara effektivare ägare av fastigheter utan att hyresregleringarna snedvrider marknaden och gynnar omvandlingen av hyresrätter till bostadsrätter.

Ragnar Lindgren kommer till följande slutsats. ”en fri marknad med neutral beskattning sannolikt skulle få en blandning av hyreshus och bostadsrättsbostäder, där bostadsrätter skulle dominera för fastigheter med stora lägenheter och stabilt boende”³⁰. Han gör även bedömningen att ”hyresformen totalt sett skulle dominera eftersom de flesta flerfamiljshus består av smålägenheter och saknar förutsättningar för effektiv gemensam förvaltning”. Det tyder på att nuvarande utveckling inte är rationella beslut på en fungerande marknad som ligger bakom den trenden av ögat ägande av bostäder i flerfamiljshus. Dagens regleringar innebär att hyresformen konkurreras ut, inte för att kapitalplacering saknar förutsättning att förvalta och äga bostadsfastigheter effektivt utan för att den reglerade marknaden gynnar ägandet av det egna hemmet på bekostnad av professionella fastighetsägare och kapitalförvaltare.

2.2.2 Kapitalförvaltares betydelse i form av fastighetsägare

Utifrån ovanstående resonemang innebär det att på en oreglerad marknad finns det goda förutsättningar för att kapitalplacering skulle kunna tillgodose delar av behovet av hyresrätter på bostadsmarknaden. Det vanligaste argumentet för att det bör finnas en fungerande hyresmarknad är att det underlättar geografiska transitor av arbetskraften. En mobil arbetskraft är en del av en dynamisk ekonomi, svårigheten att hitta boende för kortare tid hotar därmed att hindra flytt vilket skadar ekonomin, med höjd arbetslöshet som följd³¹. På hyresmarknaden för lokaler bidrar kapitalförvaltare och investeringar med det nödvändiga och riskvilliga kapital som möjliggör effektivt utvecklande, ägande och förvaltning av fastigheter utan att regleringar inskränker förutsättningarna. Det är också där trenden märks tydligast med ett ökat ägande av andra än användarna.

²⁶ Dagens Industri, 3 augusti, 2006

²⁷ Boverket, Ombildning av hyresrätt till bostadsrätt 1990-2001

²⁸ Ekonomisk Debatt 1998, årg 26, nr 5, Hur bör fastigheter ägas?

²⁹ Ekonomisk Debatt, nr 4 2005

³⁰ Ekonomisk Debatt, nr 5, Hur bör fastigheter ägas?, 1998

³¹ Spänt R, ”En flexibel bostadsmarknad för hög tillväxt kräver en flexibel bostadsmarknad”, 2004

Den moderna portföljteorin lär oss att förmögenheten bör placeras i en väldiversifierad portfölj. Därför är det intressant att fråga varför en majoritet av de svenska hushållen väljer att ha den större delen av sin förmögenhet låst till sitt eget boende? Enligt den finansiella teorin³² skulle det vara bättre att inte äga sitt eget boende utan istället satsa på att försöka äga marknadsportföljen kombinerat med den riskfria räntan, om syftet var att optimera avkastningen och risk dvs. Det förutsätter dock att det finns möjlighet att investera indirekt i fastigheter, där fyller kapitalplaceringarna en viktig funktion då de är de som möjliggör ett indirekt ägande. Investeringar i byggande och utvecklande av kommersiella fastigheter kommer inte bara användaren till nytta utan möjliggör förräntning på det investerade kapitalet. Det innebär att kapitalförvaltare och privatpersoner får avkastning på sitt sparande samtidigt som hela samhället drar nytta av en bra fungerande fastighetsmarknad.

2.2.3 Bör kapitalförvaltare äga fastigheter direkt eller indirekt?

Den investerare som önskar äga hela fastigheten, för att kunna påverka förvaltningen, ha totalt inflytande och ansvara över den, lämpar sig direkt ägande. Finns de resurser som krävs, för att handla med fastigheter och hantera förvaltningen, då finns det förutsättningar för att kunna påverka ägandet och transaktionerna och att därmed lyckas bättre än vad någon annan skulle kunna göra, eller i alla fall samma resultat till lägre kostnad.

I andra situationer talar mycket för att det indirekta ägandet kan vara att föredra. För mindre institutionella placeringar kan det vara svårt, en omöjlighet för de flesta, att uppnå rätt sammansättning av fastigheter i portföljen på grund av det stora enhetsvärdet varje fastighet normalt sett utgör³³. Med indirekt ägande skulle det vara lättare att diversifiera portföljen, portföljens storlek skulle inte vara begränsande och avgörande för möjligheten att diversifiera risken. Att äga fastigheter direkt innebär som det tidigare konstaterats en del åtaganden som exempelvis förvaltning. För att klara förvaltningen av direktägda fastigheter krävs betydligt mer personal än vad som exempelvis krävs för att förvalta aktieinvesteringar. För en kapitalplacering kan det därför uppstå en skev personalsammansättning, exempel på det var när merparten av de anställda på AP-fonden arbetar med förvaltningen av 3 % av kapitalet som utgjordes av fastigheter³⁴. Det ska tilläggas att dag äger AP-fonderna inga fastigheter direkt utan indirekt genom bolaget AP fastigheter.

För kapitalförvaltare är likviditeten en viktig faktor, likviditeten avgör hur fort en tillgång kan omsättas, låg likviditet hindrar kapitalförvaltaren att agera snabbt och ökar risken. Indirekt, värdepapperiserat, ägande av fastigheter kan ha samma likviditet som aktier och överbygger därmed ett av de största problemen för kapitalförvaltare när de annars investerar i fastigheter. En konsekvens av den svenska fastighetsmarknaden tilldragit sig mycket kapital från utlandet är att marknaden blivit förhållandevis likvid, dvs. många köp och försäljningar av fastigheter. Lennart Steen, VD för GE Real Estate i Sverige sa följande i en intervju; "Det man ser nu är att det ibland blir extremt korta innehavstider, 1–2 år. Jag vet exempel i Stockholm där samma fastighet sålts tre gånger på ett år. I det läget satsar ingen på underhåll, vilket kan bli ett problem framöver"³⁵. Indirekt ägande möjliggör för investerare att snabbt förändra inriktning och strategi utan att den underliggande fastigheten behöver byta ägare. Mycket talar därför för att kapitalförvaltare skulle föredra indirekta investeringar i fastigheter om det var möjligt och inte innebar några avgörande skillnader i risk och avkastning. Ragnar Lindgren kommer till slutsatsen att "ett indirekt ägande via specialiserade fastighetsfonder skulle vara ekonomiskt överlägset vid neutral beskattning. Därmed skapas förutsättningar för

³² Se Kap. 2

³³ Se Kap 2.5

³⁴ Ekonomisk Debatt, nr 5, Hur bör fastigheter ägas?, 1998

³⁵ Dagens Industri, Utländska husköpare trissar upp priserna ordentligt

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

ett alternativ med specialiserad, effektiv fastighetsförvaltning kombinerat med god likviditet och diversifiering för ägarna”.³⁶

³⁶ Ekonomisk Debatt, nr 5, Hur bör fastigheter ägas?, 1998

3 REITs

Det finns flera eftertraktade egenskaper med fastigheter som gör de till lämpliga investeringar, framförallt för att diversifiera bort risk med³⁷. Samtidigt är direktinvesteringar i fastigheter något som endast lämpar sig för ett fåtal. Avsaknaden från en central marknad, de illikvida egenskaperna, höga transaktionskostnader, krävande förvaltning och höga enhetsvärden hindrar riskvilligt kapital från att komma fastighetsmarknaden tillgodo. Därför har möjligheten till indirekt ägande av fastigheter utvecklats. För privatpersoner och institutioner som önskar investera i fastigheter är det indirekta ägandet många gånger att föredra. I många länder har det därför funnits ett intresse att tillvarata de möjligheter det innebär att underlätta för indirekt ägande och på så sätt tillgodose både samhällets och investerarnas intressen. I USA, som var först med ta fram en skatteeffektiv och värdepapperiserat ägande av fastigheter, kom det att kallas REITs och den benämningen har därefter fått tjäna som samlingsnamn för den gruppen av investeringar.

3.1 Vad är REITs?

Real estate investment trusts, REITs, togs fram i USA av Internal Revenue Service på uppdrag av kongressen. Det var på 1960-talet och syftet var att få fram ett instrument som underlättade för investeringar i fastigheter genom ett indirekt ägande. En REIT äger fastigheter direkt, de som investerar i en REIT äger fastigheterna indirekt. REITs kan beskrivas som investmentbolag eller ekonomisk föreningar som kan handlas på börsen, i USA finns inget krav på att en REIT måste vara noterad på börsen medan vissa andra länder har det som krav³⁸. Det är ett värdepapperiserat ägande av fastigheter som skattemässigt inte skiljer sig från ett direkt ägande. De handlas som vanliga aktier över någon typ av börs, till skillnad från andra företag åtnjuter REITs vissa skattelättnader. Principen är att REITs bara får investera i fastigheter och slipper beskattning på företagsnivå mot att vinsten delas ut till andelsägarna, som skattar för utdelningen. För tillfället, juli 2006, finns REITs i ett tjugotal länder och man planerar att införa de i ytterligare ett antal länder, däribland Tyskland och England³⁹. USA är den marknad där utvecklingen kommit längst och där den mest omfattande statistiken finns. I följande behandling av REITs används de amerikanska benämningarna och huvuddelen av statistiken kommer också därifrån.

NAREIT⁴⁰ är branschföreningen för REITs och har delat in dessa i tre kategorier

- EREITs, eller equity REITs äger fastigheter direkt och har direkt tillgång till det genererade kassaflödet.
- MREITs, eller mortgage REITs investerar i skuldinstrument med fastigheter som säkerhet.
- Hybrid REITs en kombination av de föregående formerna av REITs

Utöver dessa tre grundklassificeringar efter hur kapitalet investeras kan ytterligare indelningar göras. Många REITs är specialiserade mot en viss fastighetssektor, som exempelvis handel, sjukhus eller industrilokaler, medan andra efter geografiskt område. Det förekommer även att investeringshorisonten är tidsbegränsad och att bolaget

³⁷ Se Kap. 2.6

³⁸ I Frankrike är börsnotering ett av kraven för att få skattelättnader.

³⁹ www.reits-in-deutschland.de

⁴⁰ National trade association of real estate investment trusts

likvideras och tillgångarna delas ut efter en viss tid. Sedan finns det indelning efter om det är en öppen eller stängd REIT. En stängd REIT samlar en viss mängd kapital vid enstaka tillfällen och tillåter inga ytterligare investeringar, medan en öppen REIT kan ta emot mer kapital och köpa in ytterligare fastigheter till portföljen.

3.2 Förutsättningar och regler

För att kalla det REIT och slippa betala federal skatt på inkomster eller kapitalvinster som tillfaller andelsägarna måste vissa bestämda villkor vara uppfyllda. Enligt den amerikanska lagstiftningen gäller följande regler för REITs⁴¹.

1. det ska drivas i bolagsform
2. ledas av en styrelse eller förvaltare
3. andelarna måste vara helt överförbara
4. det ska finnas minst 100 andelsägare
5. utdelningen till ägarna ska vara minst 90 % av den beskattningsbara vinsten
6. högst 50 % av bolagets andelar får ägas av 5 eller färre personer
7. minst 75 % av investerat bruttokapital måste bestå av kassa, fastigheter, fordringar med panter i fastigheter och statspapper.
8. minst 75 % av brutto intäkterna måste genereras från hyror eller utlåningsränta med fastigheter som säkerhet
9. maximalt ha 20 % av tillgångarna investerat i andelar från andra REITs eller undergrupper av dessa

dessa regler har sedan en massa underordnade föreskrifter och riktlinjer, men ovanstående ger en bra uppfattning om principen bakom REITs. Det saknas krav gällandes minsta soliditet vilket tillåter utnyttjande av hävstångseffekt, men beroende på många institutionella investerars riskavers hållning hålls belåningen kring 45 %⁴².

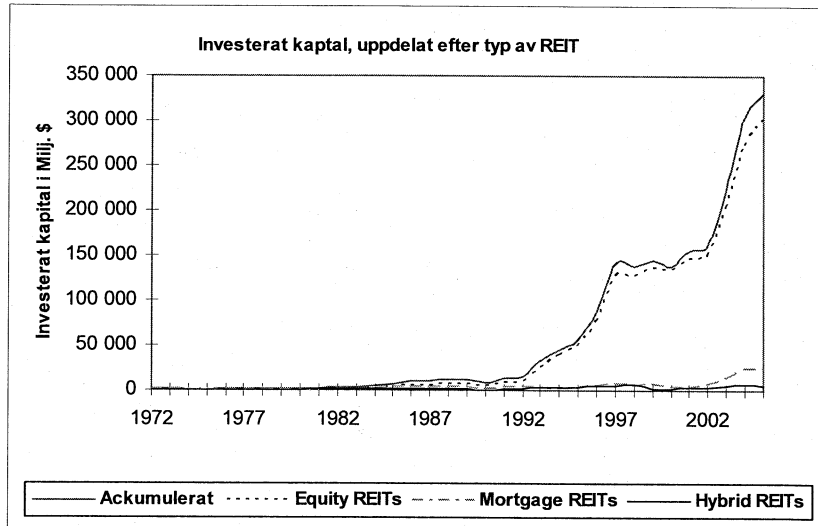
⁴¹ www.reitnet.com

⁴² Enligt UBS låg den genomsnittliga belåningsgraden på ca 45 %, 2004.

3.3 Utveckling

Sedan REITs introducerades har de regelsystemet som används för att kontrollera utvecklingen genomgått flertalet omdaningar vilket påverkat marknaden för REITs i tämligen stor omfattning. Till en början då REITs infördes var MREITs den vanligaste formen, idag är EREITs den helt dominerande. I diagrammet på bild 4.1 nedan ses den kraftiga tillväxten av investerat kapital i REITs i USA, som synes tog tillväxten ordentlig fart i början av 90-talet.

Bild 4.1



Källa: NAREIT

Tillväxten har skett genom att den genomsnittliga mängden kapital per REIT kraftigt ökat, som det framgår av bild 4.2 har antalet REITs under hela 90-talet varit tämligen stabil. Mängden kapital har hela tiden ökat medan antalet REITs nådde en topp 1995 med 219 stycken som minskade till 197 stycken till år 2005. Som det framgår av bilden 5.1 är EREITs den idag helt dominerande formen och står för över 90 % av den totala marknaden för REITs. År 1995 fanns totalt 219 stycken REITs värderade till 57 543 miljoner dollar, år 2005 hade antalet REITs sjunkit till 197, men det totala värdet hade ökat till 330 700 miljoner dollar och ett genomsnittligt värde, per REIT, på 1679 miljoner dollar. Därutöver existerade år 2005 omkring 800 icke börsnoterade REITs⁴³.

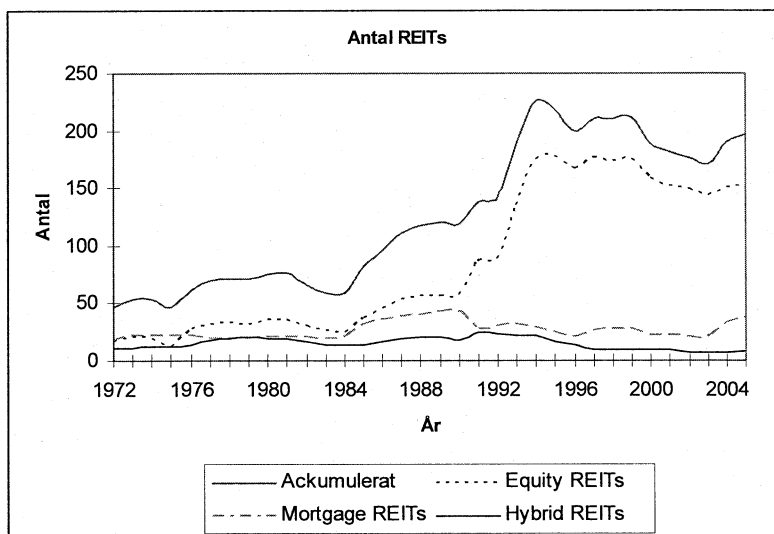
Den svaga tillväxten under de första 30 åren kan förklaras utifrån ett antal aspekter. Inledningsvis var de första konstruktionerna av REITs passiva fastighetsfonder med låg grad av specialisering, de var i sig själva väldeversifierade. En annan anledning var att eftersom marknaden var så liten undvek de största kapitalförvaltarna att investera i REITs vilket höll marknaden tillbaka. Historien präglas även av den kris som marknaden genomgick på 70-talet.

⁴³ ZEW, Real Estate Investment Trusts (REITs) Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland

”Skuldsättningen var relativt hög, vilket förefaller ha varit en riktig strategi vid den tiden. 1970-talet inleddes med en kraftig ökning av mortgage REITs, vilka utnyttjade den starka positiva lutningen i avkastningskurvan, dvs. lånade kort och gav långa lån. Strategin slutade i förskräckelse och värdet av mortgage REITs som grupp var 1975 endast en fjärdedel av toppnivån tre år tidigare”.⁴⁴

Detta gav ett avbräck i utvecklingen som även hölls tillbaka av att det fortfarande innebar fördelar med att äga fastigheter direkt. 1986 genomförde Ronald Reagan en skattereform som minskade beskattningen av inkomstskatten och som bland annat innebar att skillnaderna i avskrivningsmöjligheter mellan direkt ägande och indirekt ägande av fastigheter avlägsnades, vilket gjorde REITs till ett intressantare alternativ. Skattereformen gav förutsättningar för en tillväxt av antalet REITs, men den kraftiga uppgången kom först i början av 90-talet i samband med den amerikanska bank- och fastighetskrisen. Krisen medförde att många långivare blev ofrivilliga fastighetsägare med önskan om att kunna minska sina stora innehav av fastigheter. Genom att lägga fastigheterna i REITs var det möjligt att nå en större marknad till lägre transaktionskostnader. Krisen gjorde att fler fick upp ögonen för REITs och vilka möjligheter som de erbjöd.

Bild 4.2



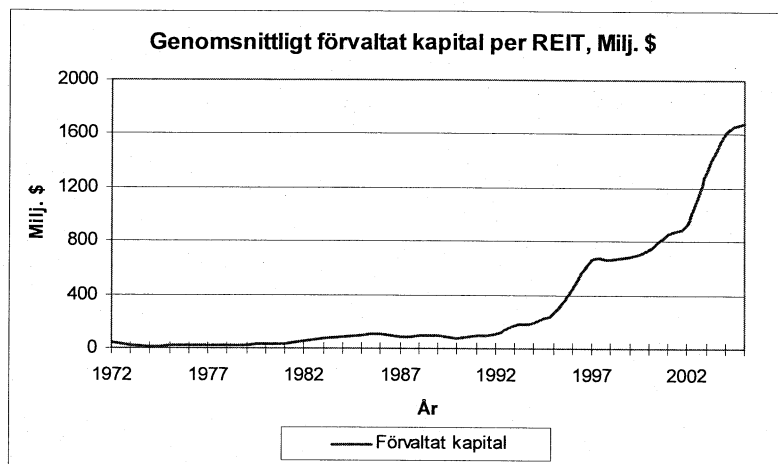
Källa: NAREIT

1997 genomfördes ”REIT Simplification Act” vilket bland annat medförde att REITs tilläts ha en mindre del intäkter komma från icke fastighetsrelaterade förtjänster. Därpå följde 1999 ytterligare en ”REIT Modernization Act” vilket medförde att REITs tilläts erbjuda skattepliktiga tjänster via dotterföretag (”taxable REIT subsidiaries”).

2004 undertecknades ”REIT Improvement Act“ vars huvudsakliga innehåll var att skattemässigt likställa utländska andelsägare av REITs med ägande av andra börsnoterade aktieföretag.

⁴⁴ Vinell, Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar

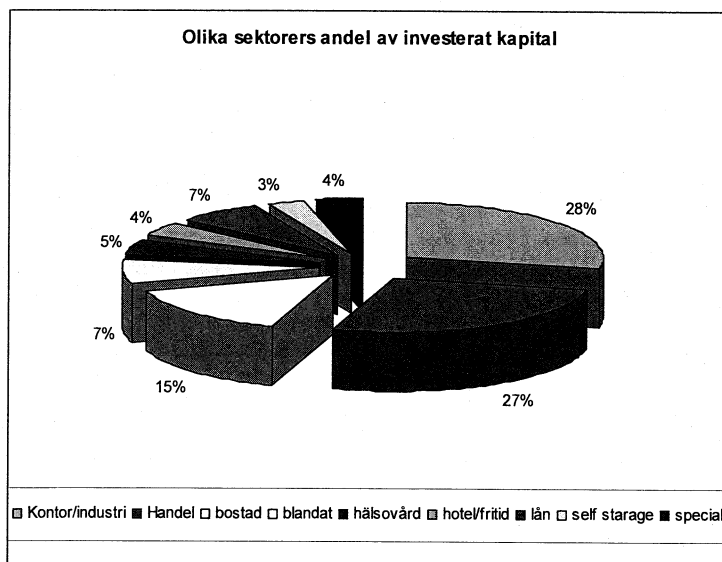
Bild 4.3



Källa: NAREIT

Bolagsrättsligt skiljer finns stora likheter mellan en REIT och ett vanligt aktiebolag. Andelsägarna har rätten att utse styrelsen och påverka viktiga beslut som emissioner och strategier. Styrelsen utser ledningen som ska sköta verksamheten på ett investerarorienterat sätt. De regler för REITs som hindrar enskilda ägare från att vara alltför dominerande ägare av en enskild REIT hindrade de stora institutionella kapitalförvaltarna från att investera. De hade varit tvungna att sprida kapitalet mellan ett stort antal REITs vilket gjort förvaltningen ineffektiv och kostsam. 1993 genomdrevs en förändring "Omnibus Budget Reconciliation Act" som möjliggjorde att fonder av REITs och fonder kom inte längre att betraktas som en enskild ägare utan man såg alla fondägarna bakom som ägare av investeringen i en REIT. Den förändringen ökade fondernas intresse för REITs och en kraftig tillströmning av kapital följde.

Bild 4.4 indelning av REITs efter investeringsområden



Källa: NAREIT

3.3.1 Länder som infört REITs och vad som karakteriserar dem

Sedan reits infördes i USA har investeringsformen spridit sig till ett flertal länder, nedan presenteras ett urval av de länder som infört REITs och några av skillnaderna i ländernas utformning av REITs.

Bild 4.5 Länder som infört REITs

Land	Benämning	Intr. År	Legal struktur	Antal listade företag	Marknads kapitalisering Mdr €	minsta andel fastigheter	Minsta andel av vinsten i utdelning
USA	Real Estate Investment Trust (REIT)	1961	Stock Corporation	200	205	75 %	90 %
Australien	Listed Property Trusts	1971	Trust	36	42,6	–	100 %
Canada	Real Estate Investment Trust (REIT)	1994	Stock Corporation	25	12,3	80 %	85 %
Belgien	Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière (SICAFI)	1995	Joint stock Company	10	3,3	100 %	80 %
Japan	Real Estate Investment Trust (J-REIT)	2001	independent companies and investment trusts	17	22,6	75 %	90 %
Singapore	Singapore Real Estate Investment Trust (S-REIT)	2002	Company limited by shares or investment trust	5	5,2	70 %	100 %
Frankrike	Société d'investissements immobiliers cotée (SIIC)	2003	företag eller partnerskap	20	26	80%	50-100%
Hongkong	Hong Kong Real Estate Investment Trust (H-REIT)	2003	Investment Company	0	0	90%	90%

Källa: *Reits in Deutschland*

De länder som infört REITs har alla valt olika lösningar för att uppnå önskad effekt, men alla har fått ta ställning till mer eller mindre samma grundläggande frågor. Det första som ska övervägas är i vilken utsträckning marknaden ska vara reglerad eller om den ska vara självjusterande. Det är vanligt att det förekommer regler på hur ägandet ska se ut, ska det krävas ett minsta antal ägare, för aktier gäller exempelvis att de måste ha visst antal ägare och att ingen får dominera helt om de ska få handlas på en börslista. Som det konstaterades tidigare fick REITs ett lyft i USA när reglerna kring ägande luckrades upp och möjliggjorde att fonder fick äga en obegränsad del av en REIT eftersom fonden inte sågs som en ensam ägare utan att man istället räknade alla fondens andelsägare. Begränsningar i vad en REIT får investera i är också vanligt, grunden är att huvuddelen måste vara direktinvesterat i fastigheter, utöver fastigheter medges även att de investerar i statspapper och skuldebrev med fastigheter som säkerhet.

I flertalet länder har lagstiftaren haft som målsättning att styra ägandet så att det agerat långsiktigt, anledningen till det är de många fundamentala och viktiga funktioner fastigheter har i samhället. I USA har det skett på så sätt att en gräns på 30 % av intäkterna får maximalt härröra från fastigheter som ägts mindre än fyra år. Det förekommer även regler som kräver en viss nivå på underhåll av de ägda fastigheterna. Den grundläggande tanken är att REITs i sitt ägande ska vara stabila och långsiktiga, men att ägandet av REITs ska kunna variera i obegränsad utsträckning.

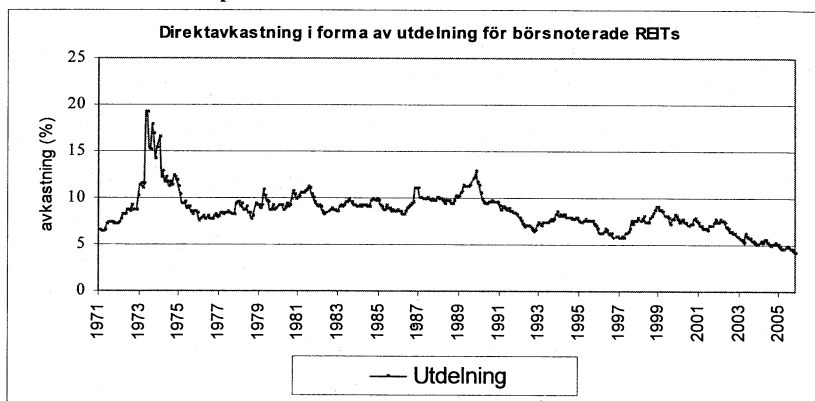
Vilken skuldsättningsgrad som tillåts har i vissa fall överlämnats till marknaden att avgöra medan vissa länder valt restriktioner. Eftersom skuldsättningsgraden i hög grad påverkar risk och korrelation med andra tillgångar är det av stor betydelse för investeraren hur den sätts. Ju högre skuldsättningsgrad desto mindre kan det förväntas att en REIT korrelerar med direktägda fastigheter, det får konsekvensen att en investerare som söker ett alternativ till direktinvesteringar i fastigheter föredrar en REIT med låg grad av skuldsättning.

3.4 Finansiella egenskaper för REITs

Att sammanfatta de finansiella egenskaperna för REITs låter sig inte göras på ett enkelt sätt. Den amerikanska marknaden är den med mest tillförlitlig statistik och också den som det forskats mest om. Eftersom det egentliga genombrottet för REITs kom först på 90-talet är historien tämligen kort men mycket dynamisk. Skillnaderna i värden blir stora beroende på tidsperiod och val av REIT. Nedan presenteras ett litet urval av den statistik som finns tillgänglig och vad som där framkommit.

REITs genererar stabila kassaflöden som är förhållandevis lätta att förutsäga, detta beror till stor del på att utdelningen måste vara minst 90 % av vinsten. I bild 4.6 framgår direktavkastningen från utdelningar för börsnoterade REITs, under de senaste 30-åren har den genomsnittliga direktavkastningen legat på ca 8 % årligen⁴⁵.

Bild. 4.6 FTSE NAREIT US Real Estate Index Series Performance Indexes of All Publicly Traded REITs For the period December 1971 - October 2006



Källa: NAREIT

Utöver stabila kassaflöden har direktinvesteringar i fastigheter fördelen att vara svagt korrelerade med andra tillgångar. Reits påminner om direktinvesteringar i fastigheter i den mån de genererar stabila kassaflöden, men hur är det med korrelationen till andra tillgångar? Den statistik som finns på området är inte entydig eller lättolkad men

⁴⁵ www.nareit.com

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

genom att använda långa tidsintervaller och breda urval tycks det vara möjligt att se vissa tendenser.

Under perioden 1980-1995 hade EREITs dubbelt så hög avkastning som direktinvesteringar i fastigheter, även om den senare uppvisat klart stabilare avkastning⁴⁶. Eftersom en tanke med REITs är att de ska kunna ersätta direktinvesteringar i fastigheter skulle en hög grad av korrelation med direktinvesteringar i fastigheter vara önskvärd. Historiskt har dock REITs visat låg korrelation med direkta investeringar i fastigheter, mellan åren 1980-1995 var korrelationen 0,099⁴⁷. Sett under denna period har alltså REITs, i vid mening, inte liknat direktinvesteringar i avseende korrelation.

I en sammanställning för åren 1978 till 2003 jämförs korrelationen för olika tillgångar, se bild 4.7. Där framgår att REITs förvisso är svagt korrelerade med aktier och obligationer men samtidigt helt saknar korrelation med direktinvesteringar i fastigheter.

Bild. 4.7 Avkastning- Amerikanska Aktier, Obligationer och Fastigheter – 1978-2003

	Avkastning		St. avvikelse Nom.	Korrelation						
	Nom. %	Real %		CPI	Obligationer	Int. Aktier	USA Aktier St. Bolag	USA Aktier Sm. Bolag	REITs	Direktinv. Fastigheter
CPI, konsumentprisindex	4,3	-	3,1	1,00						
Obligationer	9,4	5,1	8,0	0,33	1,00					
Internationella aktier	13,7	9,4	23,6	0,08	0,15	1,00				
aktier, stora bolag	15,0	10,7	17,7	0,05	0,27	0,62	1,00			
aktier, små bolag	19,5	15,2	23,5	0,10	0,12	0,42	0,67	1,00		
REITs	15,2	10,9	15,3	0,08	0,33	0,29	0,43	0,64	1,00	
Direktinv. Fastigheter	9,4	5,1	6,2	0,51	0,20	0,09	0,08	0,02	0,00	1,00

Källa: UBS Real Estate Research

Enligt bild 4.7 har REITs varit en bra diversifieringstillgång, om än inte lika bra som direktinvesteringar i fastigheter, eftersom REITs och direktägda fastigheter varit helt okorrelerade är det knappast möjligt att se REITs som en ersättare till direktinvesteringar fastigheter.

Med tanke på att REITs enbart investerar i fastigheter kan det tyckas förvånande att de korrelerar så lite med fastigheter och det är också den vanligaste kritiken mot REITs. Ett flertal studier har också visat att REITs har en liknade risk och avkastning som aktier⁴⁸.

Förklaring till varför REITs som bara investerar i fastigheter tycks sakna korrelation med fastighetsmarknaden är främst skuldsättningsgraden, därför finns också ett tydligt samband mellan korrelationen och belåningsgraden. Det beror på att ju högre skuldsättning desto känsligare blir REITs för allmänna förändringar i form av penningpolitik och ränteläget.

I samband med ändrad lagstiftning 1993 som underlättade för stora institutionella placerare, såsom Pensionsstiftelser, att äga större andelar av REITs ökade intresset för lågt belånade REITs. Dessa stiftelser ville inte ha den extra risk som högt belånade

⁴⁶ Vinell, Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar

⁴⁷ Vinell, Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar

⁴⁸ Mueller 1994, Han och Liang 1995, Brueggman och Fisher 1997

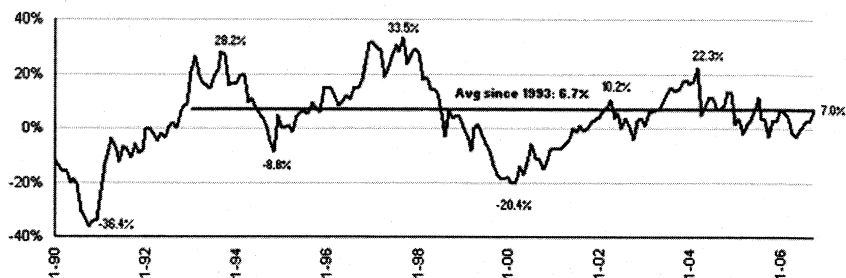
Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

fastigheter innebar utan snarare efterfrågade REITs med liknade korrelation som direktägda fastigheter. Det medförde ett ökat behov av REITs med lägre belåningsgrad, följden blev att även korrelationen med vanliga aktier minskade och den trenden har sedan fortsatt. De sista 30 åren präglas av en trend att korrelationen mellan REITs och andra tillgångar stadigt minskar⁴⁹. Anledningen till det är att andelen institutionella placerare ökat, dessa kräver en lägre belåning för att investera. De senaste 10 åren har den genomsnittliga belåningsgraden för REITs legat på under 50 %⁵⁰.

Det kan finnas ytterligare förklaringar till att korrelationen mellan REITs och direkta fastighetsinvesteringar uppvisar svag korrelation sinsemellan. Det finns en trögörlighet på marknaden för direkta fastighetsinvesteringar eftersom de är illikvida tillgångar, där en normal sälj- eller köpprocess tar månader att genomföra. Hyresavtalen löper på flera år och påverkas inte omgående på förändringar i konjunktoren, varken uppåt eller nedåt. Även om fastigheter påverkas omgående på förändringarna tar det tid innan det blir synligt i statistiken. Delar av den stabilitet som fastigheter uppvisar beror helt enkelt därför att konjunkturella förändringar inte sprider sig lika fort till fastighetsmarknaden, en fördröjningseffekt uppstår därmed. REITs som däremot likt aktier kan säljas direkt när det uppstår oro på marknaden är därför känsligare för mindre marknadsjusteringar. Av den anledningen är det därför troligt att förändringar på fastighetsmarknaden först märks bland mer likvida REITs än på faktiska fastighetstransaktioner.

En förutsättning för att REITs ska kunna konkurrera på marknaden vid köp av fastigheter är att värderingen efter att de noterats på börsen inte avviker allt för mycket från anskaffningsvärdet. Hur börskursen förhåller sig till de underliggande tillgångarna säger också något om ledningens förmåga köpa och förvalta fastigheterna. Genom att beräkna NAV-värdet på de fastigheter en REIT äger och sedan jämföra med börskursen går det att se hur väl ledningen för en REIT klarar att förvalta tillgångarna⁵¹.

Bild 4.8 REIT Share Price Premiums to Green Street NAV Estimates January 1990 - October 2006



Källa: www.greenstreetadvisors.com/premnav.html

I bild 4.8 har företaget Green Street gjort beräkningar för att se hur värderingen sett ut under en längre tid. Enligt företagets uppskattningar har en genomsnittlig REIT sedan 1993 fram till 2006 värderats med 6,7 % premium över de ägda tillgångarnas marknadsvärde. Denna typ av värdering bygger på antaganden och bedömningar, men i den mån den stämmer visar det att en genomsnittlig REIT har förmågan äga och förvalta tillgångarna på ett konkurrenskraftigt sätt.

⁴⁹ <http://www.investinreits.com>

⁵⁰ NAREIT, The investors guide to real estate investment trusts

⁵¹ NAV, Net Asset Value. Nettovärdet av ett företags bokförda tillgångar beräknas. Detta värde kan sedan jämföras med bolagets värde på börsen för att se om det värderas med rabatt eller premium i förhållande till ägda tillgångar.

4 Svenska REITs

Det indirekta ägandet av fastigheter möjliggör för privata sparare och stora kapitalförvaltare att uppnå en bättre avkastning och lägre risk på sina investeringar. Samtidigt kommer investeringar i fastigheter andra delar av samhället tillgodo genom ett bättre resursutnyttjande. Kapitalplacerare kan, genom sitt ägande av fastigheter, fylla en viktig funktion när det gäller att förse marknaden med lokaler och bostäder⁵². Med början i USA har tanken och upplägget för REITs spritt sig till många länder och det har visat sig finnas stora fördelar med REITs. Alla länder har olika förutsättningar beroende på politiska och ekonomiska mål och förutsättningar. I de länder där REITs införts har det skett nationella anpassningar för att fylla lämplig funktion. Utifrån vad som uppnåtts i länder där REITs införts är det intressant att applicera det på hur det ser ut och fungerar i Sverige och vilka effekter som ett införande skulle kunna få och huruvida vi har tillräckligt med möjligheter att äga fastigheter indirekt i Sverige.

4.1 Varför har inte REITs införts i Sverige?

Det har framlagts förslag om införande av REITs i Sverige men hittills utan framgång och för tillfället är det ingen som driver frågan om ett införande aktivt. Här följer dock en sammanfattning över de viktiga händelser och försök som hittills förekommit.

4.1.1 Fastighetsinvesteringsbolag (FIB)

Den svenska benämningen för REITs, åtminstone i politiska sammanhang, har varit fastighetsinvesteringsbolag (FIB). Det är dock i princip samma sak som den internationellt mer vedertagna benämningen REIT varifrån inspirationen och förebilden också härstammar. För FIB skulle normal företagsbeskattning gälla, med undantag för utdelningen som skulle vara avdragsgill.

Den 28 november 1996 avlog riksdagen det motionsförslag om ett införande av fastighetsinvesteringsbolag efter den modell som Lars Vinell föreslagit i sin rapport *Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar*. Huvudsyftet då var att stimulera och underlätta återhämtandet för fastighetsmarknaden efter fastighetskrisen. Finansutskottet motiverade avslaget med att ”problemen på fastighetsmarknaden torde kunna lösas med tillämpning av befintliga regler”. Regeringen menade bl.a. att den enkelbeskattning som var målet med fastighetsinvesteringsbolag kunde uppnås bl.a. genom att fastighetsbolag ger ut lån s.k. ägarlån.

Tillsammans med institutionella pensionsförvaltare presenterade aktiefrämjandet i slutet av 90-talet ett reformförslag för finansdepartementet. Förslaget innebar ett införande av skattefrihet för de överskott inom bolaget som delades ut. Som förebild nämndes de REITs som finns i bl.a. Belgien och USA. Med stöd av ovan nämnda rapport och reformförslag har det sedan följt ytterligare motioner, 1999/2000:Fi503 av Gunnar Hökmark m.fl. (m) och 1999/2000:Bo232 yrkande 7 och 2000/01:Bo235 yrkande 11 av Yvonne Ångström och Kerstin Heinemann (fp). Även dessa har avslagits med hänvisning till tidigare fattat beslut. skatteutskottet höll den 27 september 2000 en intern utfrågning med ordföranden för Aktiefrämjandet Carl Johan Åberg angående det framlagda förslaget. Skatteutskottet avstyrkte motionerna med

⁵² Se Kap. 3

förklaringen ”Vid utfrågningen har inte något väsentligt nytt framkommit i frågan som skulle kunna motivera ett ändrat ställningstagande i denna fråga”⁵³

Förutom de motioner som lagts fram har diskussioner förts om att underlätta för vanliga fonder att investera direkt i fastigheter. Det har framlagts förslag på en ny lag (SOU 2002:56) där värdepappersfundsutredningen kom med ett delbetänkande kring den nya lag som innebar att investeringsfonder skulle ersätta lagen om värdepappersfonden. I detta betänkande diskuterades även om investeringsfonder skulle få investera direkt i fastigheter. Där kom man fram till följande; ”Utredningen ser inga principiella hinder mot att tillåta investering i fastigheter i Sverige och man framhåller att fastigheter som placeringstillgång är en sparform som har många av värdepappersnas egenskaper”. Utredningen skriver även att det dock krävs ”grundläggande förändringar av den juridiska konstruktionen”. Anledningen till att den juridiska konstruktionen måste ändras är för att en fond inte är en juridisk person, en fastighetsägare har ett visst ansvar och bör rimligen kunna ställas till svars av hyresgäster och det allmänna. Utredningen skriver även att huvudanledningen till att man inte föreslår ett införande av fastighetsfonder är skatteproblematiken och att man saknar mandat att ge lösningar i denna del. Skatteproblematiken syftar på att vid ett eventuellt införande skulle fonderna ha en skattemässig fördel att äga fastigheter jämfört med andra fastighetsägare. Hittills har alltså makthavarnas intresse varit svalt för såväl REITs som fastighetsfonder, författaren till detta arbete har sökt efter mer omfattande fakta och analyser, som legat till grund för att avförde de hittills gjorda försöken att förändra synen på indirekt ägande av fastigheter, utan att finna något sådant.

4.2 Möjligheter i Sverige att äga fastigheter indirekt

För att kunna avgöra om REITs är något som skulle passa den svenska marknaden är det lämpligt att först titta närmare på vilka möjligheter till ett effektivt indirekt ägande av fastigheter det finns i Sverige idag. Tidigare i arbetet har det konstaterats att det finns stora fördelar med att kunna äga fastigheter indirekt samtidigt som det indirekta ägandet är den enda lösningen för många, såväl privata som institutionella placerare för att kunna ta del av de fördelar som just fastighetsinvesteringar erbjuder. De alternativ som finns på den svenska marknaden idag är de börsnoterade fastighetsbolagen och de bolagskonstruktionerna som försöker efterlikna det som skulle kunna kallas en svensk variant av fastighetsfonder. Enligt nuvarande lagstiftning får fonder inte investera direkt i fastigheter⁵⁴.

4.2.1 Fastighetsbolag

Det enklaste och vanligast förekommande sättet att äga fastigheter indirekt är genom något börsnoterat fastighetsbolag. Det är en lösning som är tillgänglig för de flesta investerare förutom de största, stora stiftelser eller försäkringsbolag, vars handel med bolagets aktier kan vara så omfattande att den verkar kursdrivande och begränsar investerarens möjligheter. Genom att aktierna i bolagen handlas över börsen uppnås delbarhet och god likviditet. Till följd av dubbelbeskattning tycks det dock finnas alternativ som ger ett effektivare ägande med möjligheter att betala mer för fastigheterna än vad de värderas till på börsen. Dubbelbeskattningen påverkar negativt på så sätt att andra alternativ och investerare kan undvika den och därigenom betala mer för samma fastighet. Privatpersoner och utländska investerare kan genom direktägande och skatteupplägg slippa den dubbelbeskattning som drabbar aktieägarna av svenska börsnoterade fastighetsbolag. Att det är så styrks av marknads utveckling under de senaste åren.

⁵³Skatteutskottets betänkande 2000/01:SkU19, Motioner om företags- och kapitalbeskattning

⁵⁴ Se Kap. 5.1.1

Sedan 1996 fram till 2004 minskade antalet börsnoterade fastighetsbolag från 28 till 14, det samlade värdet minskade från 150 Mdr till 126 Mdr vilket motsvarade en ungefärlig minskning av uthyrbara ytan från 21 till 15 miljoner kvadratmeter enligt fastighetskonsultbolaget Leimdörfer⁵⁵. Den genomsnittliga rabatten för börsnoterade fastighetsbolag har, under perioden 1996 till 2004, enligt samma källa legat på 19 %. Varför har antalet börsnoterade fastighetsbolag minskat och finns det ett samband med att de handlats med rabatt? Hur förklaras att det i Sverige under senare tid inneburit minskade möjligheter till indirekt ägande av fastigheter medan intresset från investerare såväl globalt som nationellt ökat.

4.2.1.1 Varför har antalet fastighetsbolag minskat?

Anledningen till att antalet börsnoterade fastighetsbolag har minskat beror förmodligen på en kombination av flera faktorer. Den främsta förklaringen är att flera fastighetsbolag blivit uppköpta, samtidigt har inga nya bolag noterats på börsen. Närmare hälften av de bolag som noterades mellan 1997-1999 blev uppköpta och det dröjde fram till 2002 innan ett nytt fastighetsbolag noterades på börsen. Främsta anledningen till att fastighetsbolagen blivit uppköpta beror på den rabatt som präglar de börsnoterade fastighetsbolagen, enligt Leimdörfer var den genomsnittliga rabatten 32 % år 2000⁵⁶, det har därför varit attraktivt att förvärva fastigheter genom att köpa hela fastighetsbolag och kunna stycka upp och sälja delarna. Andra anledningar är renodling och sammanslagning, båda leder till effektivisering, högre vinster och värdering om det görs rätt. De som inte lyckats följa med i utvecklingen har blivit uppköpta. Att det skulle vara just dessa anledningar styrks av det faktum att de kvarvarande fastighetsbolagen på börsen har en stark huvudägare, som därmed indrar uppköp, och/eller en renodlad verksamhet. Renodling eller specialisering har ofta en positiv effekt på värdet trots att risken borde öka eftersom beroendet av en region eller strategi ökat. Diversifiering/riskspridning är ofta något som investeraren kan göra själv, därför handlas bolag som ägnar sig åt många verksamheter, dvs. är diversifierade, med rabatt. Ett företag får sällan betalt för att göra något som investerarna hellre sköter själva, dessa bolag löper därför risken att handlas med rabatt. Eftersom fastighetsbolag historiskt sett handlats med rabatt har det även medfört att intresset för att notera fastighetsbolag/fastigheter på börsen varit svagt, det har inneburit en förlust att först köpa en fastighet till marknadspris för att sedan se hur den tappar i värde bara för att den noterats på börsen. På sikt innebär det att svenska fastighetsbolag inte kan konkurrera vid budgivning på en fastighet eftersom de riskerat att tappa i värde så snart ägandet gått över till det börsnoterade bolaget.

Deutsche Bank angav att det väntar en våg av avnoteringar av fastighetsbolag från börsen pga. substansvärderabatten⁵⁷. Enligt samma källa har det under perioden januari 2000 fram till maj 2002 köpts ut fastighetsbolag med ett börsvärde på 195 miljarder kronor från börser i Europa. I Sverige gäller det exempelvis Diligentia, Prifast, Näckebro och Norrporten.

4.2.1.2 Bör fastighetsbolag handlas med rabatt?

I föregående avsnitt konstaterades att en av anledningarna till att antalet fastighetsbolag minskat på börsen är att det värderats med rabatt dvs. delarna har haft ett högre värde än helheten. Inledningsvis ska det sägas att fastighetsbolagen under lång tid värderats med rabatt, för att idag, år 2006, handlas med premie. Det konstaterades även att bolagen som fanns kvar och undgått att bli uppköpta antingen hade en stark ägare

⁵⁵Leimdörfer, Analysartikel- Hälften så många dubbelt så bra?, 1:2004

⁵⁶Leimdörfer Berhardson Westberg & Partners, Rabatt på fastighetsaktier är motiverad -om de inte kan tillföra värde, 1:2000.

⁵⁷ Dagens Industri, Fastighetsbolag spås lämna börsen

och/eller hade fokuserat verksamheten. Första frågan att reda ut är huruvida de börsnoterade fastighetsbolagen borde handlas med rabatt eller ej?

Beskattningen slår mot det indirekta ägandet av fastigheter i Sverige genom att vinst och utdelning beskattas två gånger, först skattar bolaget på vinsten som för närvarande är 28 % sedan beskattas ägaren för den avkastning denne erhåller. Detta ska jämföras med möjligheten för en stiftelse eller privatperson att äga fastigheten och slippa det första ledet av beskattning. Det innebär att för en placerare som har möjlighet att köpa fastigheten direkt ger det högre avkastning än att köpa aktier i ett börsnoterat bolag. Leimdörfer kommer fram till slutsatsen att den motiverade rabatten för börsnoterade fastighetsbolag är 15 %, dubbelbeskattningen motiverar 13 % rabatt och extra kostnader för central administration 2 %. Utifrån denna skattemässiga aspekt är det därför logiskt att fastighetsbolag historiskt sett handlats med rabatt.

4.2.1.3 Varför handlas börsnoterade fastighetsbolag under 2006 med premie?

Nästa fråga blir då varför de börsnoterade bolagen för tillfället handlas över det bokförda värdet på sina tillgångar? Ett problem med frågan är det faktiska värdet inte är känt. Det faktiska värdet blir bara känt vid en faktisk försäljning, därför bygger påståendet att bolagen handlas med premie eller rabatt på en subjektiv bedömning. Företagen kan medvetet vara försiktiga när de sätter värderingen, det ser bättre ut om de undervärderat tillgångarna än om de misslätt investerarna att tro tillgångarna har ett högre värde vid en framtida försäljning. Detta kan förväntas vara extra märkbart under en sådan högkonjunktur som fastighetsmarknaden befinner sig i nu. Utgångspunkten i följande analys är att det i alla fall skett en uppvärdering av de börsnoterade fastighetsbolagen.

Den vanligaste förklaringen till uppvärderingen av fastighetsbolagen är den låga räntan. Under perioder med låg ränta blir investeringar med säkra kassaflöden mer attraktiva, under senare år då ränteläget varit lågt har intresset för fastigheter ökat. När räntan är låg krävs inte någon tillväxt för att räkna hem en investering, det räcker med att utnyttja hävstångseffekten för att uppnå attraktiv avkastning. För Sveriges del har den senaste högkonjunkturen inneburit att mycket kapital från utlandet investerats. Utan att gå in i detalj tycks det utländska intresset grundat sig på ett bra investeringsklimat men framförallt att svenska fastigheter framstått som billiga. Det kraftigt ökade intresset för svenska fastigheter har naturligtvis inneburit att värdena på fastigheter ökat.

Ytterligare en förklaring till uppvärderingen är att värdeökningen blivit självgenererande i takt med att intresset ökat. Inledningsvis handlades bolagen med rabatt och flera blev uppköpta, det leder till ett ökat intresse för fastighetsaktier och förväntningar om fler uppköp, vilket resulterar i en högre värdering. Ett annat sätt att se på det är, när antalet fastighetsbolag på börsen minskat, tillika möjligheten att indirekt äga fastigheter, har det också bidragit till att lyfta värderingen av de ännu kvarvarande alternativen.

Har bolagen förändrats så att de bör värderas högre? Leimdörfer konstaterar att för att fastighetsbolagen ska handlas med premie *"måste bolagen tillföra mervärde för att kompensera för belastningen av dubbelbeskattning och kostnader för central administration"*⁵⁸. Mervärdet skulle kunna motiveras av hög kompetens vid köp, försäljning, utveckling och förvaltning. Det kan exempelvis innebära att köpa komplexa fastigheter, de kan ha en hög direktavkastning men är svåra för en investerare utan speciella kunskaper att värdera och köpa, det skapar mervärde genom att erbjuda investerare något som de inte klarar själva. Mervärde kan skapas genom att

⁵⁸ Leimdörfer Berhardson Westberg & Partners, Rabatt på fastighetsaktier är motiverad -om de inte kan tillföra värde, 1:2000.

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

vara skicklig på att hitta objekt med potential som köps och utvecklas till attraktiva fastigheter. Det tycks vara fastighetsbranschens egen uppfattning att den blivit mer professionell och bättre på att genomföra allt ifrån transaktioner och förvaltning.

Om de börsnoterade bolagen även fortsättningsvis kommer att värderas med premie eller ej får framtiden utvisa. Faktum kvarstår dock att det endast långsiktigt kan motiveras om de faktiskt klarar att skapa mervärde gentemot vad en investerare genom direktinvesteringar klarar på egen hand. Att ständigt ha högre avkastning på en fungerande marknad är egentligen en omöjlighet enligt ekonomisk teori. I de undersökningar som genomförts av kapitalförvaltare och deras förmåga att prestera bättre än marknaden år efter år har det visat sig vara mycket svårt även under endast ett fåtal år och en omöjlighet under längre tidsperioder. Nu är förvisso fastighetsmarknaden långt från perfekt men enligt teorin kan inte ens aktiv förvaltning motverka rabatten.

Slutsatsen blir att rabatten är motiverad och anledningen till att bolagen i dagsläget handlas till premie beror på den historiskt låga räntan, att intresset för fastigheter ökat och att det saknas alternativ till att indirekt äga fastigheter i Sverige. På lång sikt kommer det inte finns några ekonomiska incitament för att äga fastigheter genom börsen för andra än de som saknar ekonomiska muskler eller kompetens att äga fastigheter direkt eller kan kringgå reglerna.

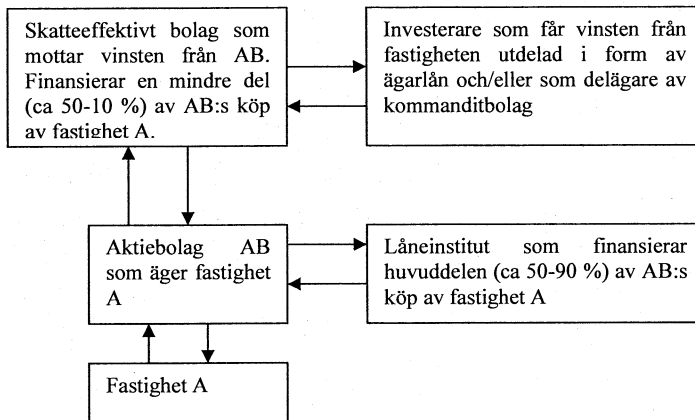
4.2.1.4 Vad leder rabatten på de svenska fastighetsbolagen till?

En konsekvens av att de svenska fastighetsbolagen värderas med rabatt, som torde komma av dubbelbeskattningen, är att de för att kompensera denna nackdel belånar sig högt. Fastigheters stabila kassaflöden är väl lämpade för att genom belåning utnyttja hävstångseffekten. Med hjälp av belåning kan avkastningen på eget kapital höjas, att låna blir extra intressant då räntekostnaderna är avdragsgilla. För att höja bolagets värde används belåningen som en skattesköld mot dubbelbeskattning. Ett genomsnittligt börsnoterat fastighetsbolag har en skuldsättning på ca 70 %, det medför att en investering har 70 % ränterisk och 30 % fastighetsrisk. Denna riskfördelning påverkar naturligtvis även korrelationen så att fastighetsbolagen korrelerar med övriga börsen.

4.2.2 Svenska fastighetsfonder

Först ska det sägas att det i svensk lagstiftning saknas möjlighet att skapa fastighetsfonder liknande de vanliga aktie- och obligationsfonder som de flesta sparare känner till. Behovet av att kunna äga fastigheter indirekt har dock ändå drivit fram vissa lösningar speciellt anpassade efter den svenska lagstiftningen som nästan blir lika skatteeffektivt som att äga fastigheter direkt. Dessa benämns vanligen fastighetsfonder och tillämpar olika metoder för att erbjuda investerare möjligheten till indirekt ägande. För att uppnå en skatteeffektiv lösning används huvudsakligen två tillvägagångssätt, dels används ägarlån vilket möjliggör att vinsten kan delas ut i form av räntekostnader eller så ägs fastigheterna av ett kommanditbolag som i sig inte utgör ett skattesubjekt och vinsten beskattas inte inom bolaget utan endast av ägaren då utdelning sker. I båda fallen ägs fastigheten av ett aktiebolag som i sin tur ägas av någon av de båda skatteeffektiva lösningarna dvs. aktiebolag eller kommanditbolag. Att fastigheten ägas av ett aktiebolag medför även att vid en försäljning av fastigheten säljs hela aktiebolaget och ingen stämpelskatt måste erläggas.

Bild 5.1 Schematisk bild av principen bakom de svenska fastighetsfonderna.



Aktiebolaget AB äger en fastighet, köpet finansieras huvudsakligen av ett låneinstitut men även med hjälp av egenkapital från moderbolaget. Moderbolaget kan vara ett aktie- eller kommanditbolag. Vinsten från fastigheten, efter att räntor och amorteringar betalats till låneinstitutet, överförs som skattefritt koncernbidrag till moderbolaget. Hur pengarna sedan överförs och beskattas beror på vilken form som valts, det är även vanligt förekommande att utländska bolag är inblandade.

4.2.2.1 Ägarlån

I stället för att göra en vinst i det ägande aktiebolaget som beskattas innan det kan delas ut till aktieägarna så gör ägarna ett s.k. ägarlån till det ägande bolaget som då kan betala ut intäkterna som räntekostnad innan de redovisats som vinst och beskattats. Med ägarlån kan det vara svårt att dela ut hela vinsten som räntekostnad eftersom räntan på lånet ska vara marknadsmässig. Den del som eventuellt överstiger den marknadsmässiga kommer sedan att anses som förtäckt utdelning av skattemyndigheten och beskattas därefter. Gränsen för vad som är marknadsmässig varierar med risken, men enligt praxis så bör den vara statslåneräntan plus fem procent. Lösningen med ägarlån är därför inte flexibel eftersom räntan måste vara fast och enligt lag är begränsad.

4.2.2.2 Kommanditbolag

Då kommanditbolag används ägs aktiebolaget, som äger fastigheten, av ett kommanditbolag som i sin tur ägs av ett antal investeringssällskap. I ett kommanditbolag krävs det att en av ägarerna är komplementär och som därmed är solidariskt ansvarig för bolagets förpliktelser, de övriga delägarna, som kan vara hur många som helst, är bara ansvariga för sin del av bolaget. Detta upplägg innebär att vinsten som tillfaller kommanditbolaget inte beskattas inom kommanditbolaget utan i de enskilda ägarnas privatdeklaration. Hur utdelningen ska tas upp i den enskildes deklaration beror på flera riskfaktorer som inte kommer att behandlas närmare i detta arbete.

4.2.2.3 Begränsningar för de svenska fastighetsfonderna

Det mest uppenbara problemet med de svenska konstruktioner som ska fungera som fastighetsfond är den tämligen komplicerade bolagsstruktur som krävs. Det är uppenbart ingen bra lösning för småsparare. Då någon av dessa strukturer väljs blir det maximala antalet delägare starkt begränsat pga. dyr administration med ett stort antal

delägare, minsta investering brukar ligga kring miljonen om det ens är möjligt för privatpersoner att vara delägare.

I fallet då man använder ett kommanditbolag uppnås ett helt skatteeffektivt ägande, men mot detta ska ställas problematiken kring den juridiska ägarformen. För att tillräcklig säkerhet och riskspridning ska gälla investerarna fordras avtalsskrivande dem emellan vilket kostar tid och pengar. Eftersom kommanditbolagslösningen kan framstå som krånglig och osäker föredrar vissa lösningen med aktiebolag och ägarlån. Reglerna kring ägarlån gör det svårt att uppnå ett skatteeffektivt ägande. Inget av uppläggen löser det likviditetsproblem som hindra flera investerare från att investera, eftersom dessa fonders andelar inte kan handlas på en likvid och publik marknad.

4.2.3 Sammanfattning av det indirekta ägandet i Sverige

De alternativ till indirekt ägande av fastigheter som finns i Sverige är inte effektiva eftersom inget av alternativen tillgodoser samtliga behov. De börsnoterade bolagen som förvisso handlas på en likvid marknad öppen för alla dras, historiskt sett, med en motiverad rabatt. För att minska rabatten och mildra effekten av dubbelbeskattning belånas bolagen högt, den höga belåningen ökar risken och ökar korrelationen med vanliga aktier. Hög korrelation minskar möjligheten till diversifiering, därför blir dessa bolag inget alternativ till direkta investeringar i fastigheter. Hög belåning av fastighetsbolagen leder också till att riskaverta placerare, exempelvis försäkringsbolag och pensionsstiftelser, varken vill eller kan investera i dem. De kan därför komma att undvika investeringar i fastigheter vilket kan leda till sämre kapitalförvaltning samtidigt som kapital undanhålls den för samhället fundamentala och värdeskapande fastighetssektorn. I dagsläget är det svårt att säga om fastighetsbolagen i nuvarande form kommer att finnas kvar på den svenska börsen. Starka ägare och förmåga att lyckas bättre än marknaden som helhet är faktorer som kan hålla bolagen kvar på börsen. De svenska fastighetsfonderna möjliggör för att åtal professionella och kapitalstarka placerare att på ett skatteeffektivt sätt äga fastigheter indirekt. Det lämpar sig inte för småsparare eller de kapitalförvaltare som önskar en mer likvid form av fastighetsinvestering.

4.3 Vilka är argument för ett införande av REITs i Sverige

Med utgångspunkt från den genomgång, av nuvarande möjligheter att äga fastigheter indirekt i Sverige som gjordes i föregående avsnitt, ska det eventuella behovet av REITs undersökas i denna del. I föregående avsnitt konstaterades att nuvarande lagstiftning inte medgav något sätt att äga fastigheter indirekt som svarade mot samtliga behov. Vilka är argumenten för ett införande av REITs och hur stämmer de överrens med vad som framkommit i föregående delar av arbetet för att förbättra den svenska marknaden?

4.3.1 Vad erbjuder REITs?

4.3.1.1 Delbarhet

REITs innebär ett värdepapperiserat ägande av fastigheter som är lika effektivt ur skattesynpunkt som direkt ägande av fastigheter. Den odelbarhet som kännetecknar fastigheter och som begränsar framförallt små investerare överbryggs⁵⁹. Det börsnoterade fastighetsbolagen medger handel med andelar, men saknar flera av de finansiella egenskaper som gör fastigheter till lämpliga investeringar⁶⁰.

4.3.1.2 Lägre transaktionskostnader

REITs kan handlas på en central marknad och att endast andelar av fastigheter byter ägare undviks en kostsam process för såväl säljare som köpare. Transaktionskostnaderna vid fastighetsköp härrör framförallt från prissättning, förhandlingar, kontraktsskrivande och extern rådgivning som alla är en del av köp respektive säljprocessen⁶¹. REITs handlas utan att säljare och köpare behöver förhandla eller upprätta avtal, prissättningen sköter marknaden.

4.3.1.3 Ökad Likviditet

På samma sätt som företag kan förbättra likviditeten genom att notera aktier innebär en värdepapperisering av fastigheter att tillströmningen av kapital underlättas. REITs möjliggör delbarhet av fastigheter samtidigt som transaktionskostnaderna sjunker, således kommer en ökad mängd kapital kunna investeras i fastigheter. Ökad likviditet ökar värdet och sänker risken⁶². Den förbättrade likviditeten skulle inte nödvändigtvis kräva en ökad omsättning av fastigheter, där risken för kortsiktigt och för samhället negativt förvaltande ökar. Ökad likviditet på marknaden för direktägda fastigheter skulle innebära fler transaktioner, ständiga ägarbyten skulle förmodligen inte vara intressant vare sig för hyresgäster eller för ägarna på sikt⁶³. Det finns incitament för att REITs skulle öka långsiktigheten eftersom det bara är det passiva ägandet som växlar medan en REIT kvarstår som ägare över tiden.

4.3.2 Bättre kapitalförvaltning

De påvisade diversifieringsmöjligheter som just investeringar i fastigheter erbjuder skulle bli tillgängligt för en betydligt större kundgrupp än vad som är fallet idag. Detta gäller inte minst de privatpersoner och mindre institutioner som idag har svårt att få just den fastighetsspecifika risken och avkastningen, de saknar kapital för att äga och förvalta fastigheter effektivt. De idag enda breda alternativet är de högt belånade, lågt

⁵⁹ Se Kap. 2.5

⁶⁰ Se Kap. 5.2

⁶¹ Se Kap. 2.5.6

⁶² Se Kap. 2.1.5

⁶³ Se Kap. 3.2.2

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

korrelerade med fastigheter samt till antalet avtagande antalet börsnoterade fastighetsbolagen. REITs har förmågan att fylla ett viktigt behov i modern portföljförvaltning genom sina finansiella egenskaper. En av anledningarna till att frankrike introducerade en form av REITs var att antalet fastighetsbolag på börsen minskade, efter att REITs infördes vände trenden och andelen fastigheter på börsen har ökat.

4.3.2.1 Kapitalförvaltare

Försäkringsbolag och fondförvaltare kan tack vare den ökade likviditeten göra portföljförvaltningen effektivare och hålla den önskade portföljsammansättningen lättare över tiden. De slipper agera fastighetsförvaltare och kan fokusera mer på kapitalförvaltning. Den ökade avkastningen och minskade risken, som ökad diversifiering medger, kommer såväl kapitalförvaltarna som deras kunder tillgodo. De svenska kapitalförvaltarna är förhållandevis små på den svenska fastighetsmarknaden, enligt en fastighetsrapport från fastighetskonsultbolaget NewSec har de utländska aktörernas andel av värdet på stora fastighetsaffärer ökat från 14 % 2000 till 77 % 2003⁶⁴.

4.3.2.2 Privatpersoner

Små som stora sparare skulle få ett ökat utbud och bättre möjligheter att hålla en väldiversifierad portfölj, baserad på dennes preferenser till risk och avkastning. För privatpersoner skulle det vara möjligt att investera i börsnoterade REITs men även i fonder med inriktning mot REITs. De unika egenskaper vad gäller riskminskning, som just direktinvesteringar i fastigheter ger, kommer sparare väl till pass vid en mängd situationer. De personer som hyr sitt boende har extra stor anledning att på något sätt ta del av prisutvecklingen på fastigheter. Rent finansiellt betraktat, av vad som framkommit i Kap 1, 2 och 3, skulle ett stort antal av dem som idag äger sin lägenhet, förmodligen tjäna på att hyra bostaden och istället investera pengarna i marknadsportföljen. Det förutsätter dock en fungerande hyresmarknad och förmodligen även utökade möjligheter att diversifiera med indirekt ägande av fastigheter. Åtminstone om marknadsportföljen i likhet med professionella förvaltare ska innehålla ca 10-20 % fastigheter.

Den som vill spara pengar för att finansiera sitt eget boende kan med fördel spara i tillgångar med exponering mot fastighetsrisk. Personens sparande kan då förväntas följa de prisförändringar som sker i bostadsmarknaden och minskar risken för bostadspriserna ska öka snabbare än avkastningen på det egna sparandet. Det är vanligt förekommande att den som bosparar har för avsikt att flytta till en annan ort, från landsbygd till storstad exempelvis. En REIT med fokus på storstad kan minska risken betydligt för den bosparare som har för avsikt att flytta till en storstad någon gång i framtiden, om personen hyr eller köper en bostad på landsbygden kan denne minska sin exponering och risk för att fastighetspriserna ökar snabbare i den framtida bostadsorten än på den nuvarande.

Trots att just fastigheter är mycket lämplig form av pensionssparande, med låg risk och bra skydd mot inflation, saknas möjligheten att genom exempelvis PPM eller det egna sparandet investera i svenska fastigheter. REITs skulle möjliggöra för pensionssparare att tillgodogöra sig just de fördelar som fastigheter som investeringsform erbjuder, stabila och inflationsskyddade kassaflöden till låg risk. Den dag en pensionär säljer bostaden och flyttar till en boendeform utan ägande tilltar ytterligare argumenten för att investera delar av sparandet i fastigheter.

⁶⁴ www.newsec.se

4.3.2.3 Kommun och stat

Kommuner och den svenska staten är stora ägare av fastigheter och skulle med hjälp av REITs kunna minska sin egen exponering mot fastigheter och frigöra kapital. Enligt fastighetsägarnas VD Per-Åke Eriksson kommer upprustningen av miljonprogrammen att bli så dyr att de kommunala bostadsbolagen bli tvungna att sälja delar av sitt bestånd⁶⁵. Det skulle vara möjligt att förbättra den finansiella ställningen i beståndet. Genom att förvalta egna REITs skulle de kunna behålla kontrollen och värna om ett långsiktigt förvaltande. De kommuner som idag vill frigöra kapital och minska exponeringen är tvungna att sälja fastigheterna och förlorar därmed möjligheten att direkt påverka förvaltning och investeringar.

4.3.3 Bättre ägande och förvaltande av landets största tillgångar

En genomgående tråd i detta arbete är att se fastigheter som en tillgång som bör förvaltas på bästa sätt, inte minst för att det är Sveriges värdemässigt största tillgång och att en stor del av svenska folkets förmögenhet är placerad där. Fastigheter är även en viktig produktionsfaktor och spelar en fundamental roll i ett fungerande och konkurrenskraftigt samhälle. Att underlätta för det indirekta ägandet av fastigheter har flera positiva konsekvenser⁶⁶. Samtidigt som investerare får sina önskemål om avkastning, risk och diversifiering uppfyllda kommer mer kapital fastighetsmarknaden till godo.

4.3.3.1 Specialisering

I de länder där REITs införts har en stor grad av specialisering skett, främst i USA. vanligt är geografiskt fokus och typ av fastigheter som skiljer olika REITs åt. Genom specialisering kan förvaltningen bli effektivare vilket gynnar såväl hyresgäster som investerare. Specialisering styrs i hög grad av investerarnas intresse och önskemål, eftersom de i hög grad söker differentiering efterfrågas såväl REITs med fokus på högavkastande projekt som långa och stabila kassaflöden. Det förklarar delvis varför vissa REITs fokuserar på annars svårfinansierade fastigheter som fängelser, sjukhus, husvagnsparker och andra typer av specialfastigheter.

4.3.3.2 Effektivt ägande

Som det konstaterades i Kap 4 om hur fastigheter bör ägas finns det fördelar med olika former av ägande, delvis beroende på hur förvaltningen bör skötas. I de flesta fall är det för alla parter bäst att den som kan förvalta fastigheten bäst också är den långsiktige ägaren. De som idag av skattemässiga skäl valt att äga fastigheter direkt tvingas därmed på ett eller annat sätt sköta förvaltningen, även om det ligger långt från kärnverksamheten. Det är exempelvis svårt att motivera varför rena kapitalförvaltare skulle sköta förvaltningen av fastigheter, om möjligheten fanns skulle förmodligen många kapitalförvaltare som idag direktinvesterat i fastigheter föredra att endast äga indirekt och slippa själva förvaltningen. Ett effektivare ägande ger bättre nyttjande, lägre risk och högre avkastning på satsat kapital. REITs möjliggör för de investerare som inte vill sköta förvaltningen att på ett skattemässigt likvärdigt sätt äga indirekt istället för direkt.

4.3.3.3 Långsiktigt ägande

Istället för att en fastighet ska behöva byta ägare kan det indirekta ägandet erbjuda investerare att sälja sina innehav utan att det påverkar den långsiktiga förvaltningen. Placerare som ständigt önskar variera sitt ägande kan genom REITs enkelt förändra exponeringen utan att det långsiktiga ägandet och förvaltningen behöver ändras. Den fastighetsinvesterare som endast avser äga en fastighet för en kortare tid, för fastigheter kan även ett par år anses vara en kort tid, kan välja att underhåll och andra mer

⁶⁵ Tidningen Fastighetsnytt, Bostadsmarknad – byggande och finansiering, 5/2006

⁶⁶ Se Kap. 3.2.2

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

långsiktiga frågor prioriteras ned, det skulle kunna leda till dålig förvaltning. Dessa kortsiktiga fastighetsinvestorer skulle förmodligen föredra möjligheten att investera indirekt om det innebär samma risk, avkastning och diversifieringsmöjligheter som direkt ägande innebär.

4.3.3.4 Sänkta avkastningskrav och ökad produktion av fastigheter

Investorer går in med vissa bestämda avkastningskrav som ytterst beror på den risk som investeringen innebär⁶⁷. De investerar som i dag önskar placera indirekt i fastigheter kommer, till följd av den dubbelbeskattningen, att kräva högre avkastning på investeringen än vad motsvarande skatteeffektiva REIT förutsatt. Den ökade likviditeten som ett införande av REITs skulle innebära har till följd att även risken sjunker⁶⁸. Om avkastningskraven sänks innebär det att fler investeringar går att räkna hem och mer kapital skulle komma fastighetsbranschen till godo och en del av detta kapital skulle därmed kunna användas till projektering av nya fastigheter. Det tycks även vara möjligt att med REITs finansiera specialfastigheter, i USA har såväl sjukhus, bostäder som fångelser varit attraktiva objekt med avseende på risk och avkastning för REITs.

4.3.3.5 Stabilare fastighetsmarknad

Faktum är att den fastighetskras som drabbade USA i början av 1990-talet var både lindrigare och kortare än den som drabbade Sverige⁶⁹. Förespråkarna för REITs menar att förklaringen delvis var att det fanns en fungerande sekundär marknad genom REITs för fastigheter som kunde finansiera stora strukturella förändringar av ägandet. För att kunna göra stora strukturella förändringar krävs en likvid marknad med låga transaktionskostnader. Ett problem med den svenska fastighetskrisen var att banker och staten blev stora fastighetsägare då lånen inte kunde betalas och fastigheter stod som säkerhet. De nya "ofrivilliga" fastighetsägarna hade svårt att kapitalisera fastigheterna, dels eftersom det rörde sig om mycket stora kvantiteter och dels för att konjunkturen var svag. Det genomfördes flertalet börsnoteringar av företag som bestod att de överkomma fastigheterna i syfte att kapitalisera tillgångarna, flera av dessa finns fortfarande kvar på börsen. Om detta kunnats genomföras smidigare och enklare hade förmodligen återhämtningen gått fortare. Om det funnits REITs i Sverige hade det förmodligen varit lättare att samla det kapital det krävdes eftersom det varit en mer attraktiv placering.

4.3.3.6 Större andel finansiering med egenkapital

Idag finansieras många byggprojekt och ägandet av fastigheter genom en stor andel extern belåning, det innebär högre risk jämfört med egenfinansiering. Möjligheten att finansiera köp och uppförande av byggnader skulle kunna förbättras genom att indirekta investeringar i fastigheter underlättades. Lars Vinell formulerade problemet med hög belåning inom fastighetssektorn på följande sätt; "Detta exponerar inte bara dessa företag för stora finansiella risker utan via långivarna och ägarna också samhällsekonomin i sin helhet"⁷⁰.

⁶⁷ Se Kap. 2

⁶⁸ Se. Kap. 2.1.4

⁶⁹ Vinell, Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar

⁷⁰ Vinell, Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar

4.4 Frågeställningar vid ett införande av REITs i Sverige

4.4.1 Belåningsgrad och korrelation

Tanken med REITs är att det ska motsvara en direktinvestering i fastigheter ur avseendena risk, avkastning och korrelation. Anledningen till att de börsnoterade fastighetsbolagen är mer korrelerade med börsen än med fastigheter i allmänhet beror främst på den höga belåningen. Empirin visar att REITs i många fall belånats högt och därför förlorat de önskvärda diversifieringsegenskaper som fastigheter erbjuder. Frågan är då om och hur belåningsgraden kan påverkas.

Om syftet med en REIT enbart är att uppnå hög avkastning på eget kapital kommer hög belåning vara ett troligt alternativ. I USA där marknaden fått styra självt har det varit vanligt med högt belånade REITs som korrelerat mer med börsen än med fastigheter. Ur diversifieringssynpunkt har alltid kunnat tillföra portföljen något men inte kunna ersätta direktinvesteringar i fastigheter. Det finns dock tydliga trender bland REITs på den amerikanska marknaden. För det första har efterfrågan på lågt belånade REITs med hög korrelation med fastigheter medfört att utbudet på denna typ ökat och under de senaste 30 åren har korrelationen med fastigheter hela tiden fortsatt att öka. Anledningen till att inte alla REITs minskat belåningen är att vissa investerare helt enkelt sett potential i fastighetsmarknaden och varit riskvilliga att genom belåning utnyttja hävstångseffekten för att höja avkastningen. Om syftet med investeringen är hög avkastning före den diversifiering fastigheter ger är det helt logiskt att föredra högt belånade REITs. Därför finns det på den amerikanska marknaden REITs med varierande belåningsgrad, vilket man också kan förvänta sig på en fri marknad.

Vid ett eventuellt införande i Sverige kan därför lagstiftaren välja att reglera marknaden för REITs och sätta ett tak på belåningsgraden. I det fall man väljer att låta marknaden vara självregulerande är det troligt att det kommer att förekomma såväl högt som lågt belånade REITs, helt beroende på vad som efterfrågas. En viktig faktor är att REITs till skillnad från dagens börsnoterade fastighetsbolag inte skulle vara tvingade att på samma sätt använda belåning för att motverka effekterna av dubbelbeskattning.

4.4.2 Krav på börsnotering

En fråga som måste övervägas vid ett införande är huruvida börsnotering ska vara ett krav eller inte. Denna frågeställning handlar om hur långtgående förändringar lagstiftaren vill genomdriva. Om börsnotering inte var ett krav är det troligt att ett stort antal mindre privata investerare skulle omstrukturera sitt ägande till en REIT. Sådana mindre REITs skulle förmodligen kräva ett mer reglerat regelsystem för att hindra missbruklig användning.

4.4.3 Minsta antal andelsägare

Kravet på ett minsta antal andelsägare hänger delvis samman med börsnotering eftersom det idag finns regler som styr ägandets fördelning av börsnoterade bolag. Dessa krav kan vara svåra för stora kapitalplaceringar, exempelvis fonder och pensionsstiftelser, att efterleva eftersom de riskerar att bli alltför dominerade ägare av en enskild REIT. Omvänt gäller att de kan tvingas sprida sitt ägande mellan ett alltför stort antal REITs vilket skulle vara ineffektivt. I USA löstes problemet genom att fonder inte definierades som en ägare utan som samma antal investerare bakom fonden, denna förändring medförde ett stort tillflöde av kapital till REITs och ägandet av REITs blev också mer professionellt.

4.4.4 Ska börsnoterade fastighetsbolagen få ombildas till REITs

Eftersom det finns anledning att tro att de börsnoterade fastighetsbolagen skulle ha svårt att konkurrera med en REIT måste de framarbetas hur en övergång skulle ske. Frågan påverkas även av om belåningsgraden av REITs skulle regleras, det ej heller helt att utesluta att de två formerna skulle kunna samexistera.

5 Slutsatser

Investeringar i fastigheter har visat sig vara något som lämpar sig för sparare och kapitalförvaltare i syfte att diversifiera risken av investeringarna/sparandet. I de flesta studier anges en lämplig andel fastigheter i en portfölj av blandade tillgångar till mellan 10 och 20 %. Det finns dock svårigheter med att investera direkt i fastigheter som begränsar möjligheterna, framförallt för småsparare. Svårigheten att handla med fastigheter beror främst på stora enhetsvärden, höga transaktionskostnader, illikviditet och den förvaltning fastigheter kräver. Den vanligaste lösningen på problemen är att investera indirekt i fastigheter genom ett värdepapperiserat ägande, med vilket man uppnår delbarhet, sänkta transaktionskostnader och en mer likvid marknad. Av denna anledning utvecklades REITs i USA och har sedan spritt sig till stora delar av världen, men inte till Sverige.

Genom att studera den nuvarande situationen på den svenska fastighetsmarknaden för ägande av bostäder och kontor/lokaler kan en bild av behov och förutsättningar för ett ökat ägande av fastigheter från kapitalförvaltare genom REITs bedömas. Kontorsmarknaden som inte är reglerad på samma sätt som hyresmarknaden för bostäder präglas av att det blir allt vanligare med att kapitalförvaltare, exempelvis fastighetsbolag och internationella fonder och institutioner, äger fastigheten och att företag sedan hyr lokalerna de behöver. Vinsten för det hyrande företaget är att det slipper binda kapital i byggnader och blir mer flexibelt, investeraren får i sin tur avkastning med rätt riskprofil. Om mer kapital kunde tillföras skulle det underlätta för en effektivare och för samhället lönsammare ägarstruktur. Även för bostäder finns förutsättningar och ett behov av investerare som kan förse bostadsmarknaden med alternativ till att äga bostaden, men det hindras framförallt av en snedvriden hyresmarknad till följd av hyresregleringar.

Det finns lika många varianter på REITs och regelverk kring dem som antalet länder där REITs införts. Det går att styra och påverka REITs i allt från inriktning, belåningsgrad, långsiktigt ägande till utdelning. I USA som var först med REITs på 1960-talet infördes var utvecklingen tvekan till en början för att sedan växa mycket kraftigt efter ett antal genomförda lagförändringar. Kritiken mot REITs har främst varit den låga korrelationen med direktinvesteringar i fastigheter. Kritiken har varit riktig, främst under den inledande eran och har främst berott på hög belåning. I takt med att allt fler investerare har efterfrågat lågt belånade REITs med större korrelation har belåningsgraden sjunkit och det finns en tydlig trend att även korrelationen med direktinvesteringar i fastigheter ökat.

Det indirekta ägandet i Sverige utgörs huvudsakligen av de börsnoterade fastighetsbolagen och legala konstruktioner, liknande en fastighetsfond, som möjliggör ett skatteeffektivt ägande av fastigheter. Inget av dessa alternativ är ett fullgott sätt att tillgodose marknadens behov av bl.a. likviditet, tillgänglighet och dubbelbeskattning, därmed hindras också riskvilligt kapital från att komma fastighetsmarknaden tillgodo. Framtiden för börsnoterade börsbolag är något oviss till följd av dubbelbeskattning och låg värdering, det har lett till att flera bolag blivit uppköpta från börsen. Mellan åren 1996 till 2004 minskade antalet fastighetsbolag på börsen från 28 till 14 stycken. Dubbelbeskattningen tycks även få bolagen att jobba med hög belåning för att motverka effekterna. Hög belåning ökar risken och minskar korrelationen med direktinvesteringar i fastigheter.

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

Förlorarna på begränsade möjligheter investera indirekt i fastigheter i Sverige är framförallt svenska småsparare som inte kan få samma bredd sitt sparande som medborgare i andra länder. För samtidigt som den svenska fastighetsmarknaden går väldigt starkt och mycket stora belopp omsätts har svenskar svårt att vara med. Istället är det utländska småsparare och institutioner som genom pensionsfonder, stiftelser och kapitalförvaltare som dominerar marknaden. Av de stora kommersiella fastighetsaffärerna som genomförts i Sverige de senaste åren har omkring 80 % genomförts av utländska investerare. Poängen är inte att det är dåligt med utländska direktinvesteringar i Sverige utan den passiva roll svenskarna utgör. Det skulle kunna bero på de begränsade möjligheter som finns på den svenska marknaden att investera i fastigheter.

REITs har nått stora framgångar i andra länder för att stimulera fastighetsmarknaden och underlätta för kapitalförvaltare och småsparare att kunna investera i fastigheter. Antaget att ett införande av REITs skulle få liknade effekt i Sverige som de haft i andra länder och att det finns ett behov att fylla, skulle det kunna innebära en bättre fungerande fastighetsmarknad med långtgående positiva effekter för hela samhället. Det skulle skapa en mer likvid marknad som förser fastighetsmarknaden med riskvilligt kapital för utveckling och effektivt ägande av fastigheter. REITs ger förutsättningar för ett långsiktigt ägande som skulle kunna tillgodose ett ökat intresse av att investera i svenska fastigheter för såväl svenskar som utländska investerare, utan att riskera kortsiktiga transaktioner och täta ägarbyten med dålig förvaltning och undersatt underhåll som följd. Baserat på de brister och problem som framkommit i analysen av den svenska fastighetsmarknaden och de erfarenheter av REITs som finns i andra delar av världen tycks REITs vara det finansiella instrument som skulle underlätta för svenska fastighetsinvesteringar och förse fastighetsmarknaden med riskvilligt kapital.

De försök som hittills genomförts i syfte att införa REITs även i Sverige har alla avfärdats och någon djupare analys eller debatt kring möjligheterna att införa REITs har inte förekommit från makthavarnas sida. Argumenten mot REITs tycks inte ha varit andra än att marknaden fungerar väl som det är och att någon förändring inte är nödvändig. Värdepappersfundsutredningen har konstaterat att det inte finns några direkta hinder mot att möjliggöra för vanliga fonder att investerar direkt i fastigheter och att det skulle ha positiva effekter på kapitalförvaltningen. Det talar för att även REITs kan komma i fråga vid en förändrad lagstiftning. Låsningen tycks vara av politisk/ideologisk karaktär mer än till följd av juridiska hinder.

6 Referenser

6.1 Litteratur

Atterhög, M, A Hellström, H Lind och H-S Song (2003), *Är det motiverat att underlätta för hushåll med låga inkomster att äga sin bostad - och hur ska det i så fall göras?* Avd för Bygg- och fastighetsekonomi KTH

Bodie-Kane-Marcus (2002), *Investments- international edition*, McGraw-Hill

Boverket (2002), *Boendevillkor – specialstudie, Ombildning av hyresrätt till bostadsrätt 1990–2001*, Upplaga: 1:1

British Property Federation (2004). *Commercial Property Key Facts December 2004*

Dagens Industri. (2006-10-21), *Utländska husköpare trissar upp priserna ordentligt*

Dagens Industri (2002-05-15), *Fastighetsbolag förutspås lämna börsen*

Dagens industri (2006), *Ledare 3 augusti*

Hans Lind, Kimmo Eriksson (2005), *Vad vet vi om hyresregleringens effekter?* Ekonomisk debatt, nr 4 2005.

Hoesli, M., Lekander, J. and Witkiewicz, W (2004), *International evidence on real estate as a portfolio diversifier*, Journal of Real Estate Research Vol. 26

Institutet för värdering av fastigheter och samfundet för fastighetsekonomi (2005), *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastsighetsnomenklatur*, fastighetsnytt förlag AB

Journal of Real Estate Portfolio Management (1999), *The role of international real estate in global mixed-asset investment portfolios*, 1999:2

Leimdörfer (2004), *Hälften så många dubbelt så bra?*

Leimdörfer Berhardson Westberg & Partners (2000), *Rabatt på fastighetsaktier är motiverad -om de inte kan tillföra värde*

NAREIT (2003), *The investors guide to real estate investment trusts*

Ragnar Lindgren (1998), *Hur bör fastigheter ägas?*, Ekonomisk Debatt nr 5

Shannon P. Pratt (1989), *Valuing a business: The analyse of closely held Companies*, 2nd ed. Dow Jones-Irwin

Skatteutskottet (2000), *Skatteutskottets betänkande 2000/01: SkU19, Motioner om företags- och kapitalbeskattning*

Spånt R (2004), *En flexibel arbetsmarknad för hög tillväxt kräver en flexibel bostadsmarknad*, Hyresgästernas Riksförbund

Svenska REITs – Behov och förutsättningar för ett införande

Tidningen Fastighetsnytt (5/2006), *Internationella fastighetsinvesteringar*

Tidningen Fastighetsnytt (2006-05), *Bostadsmarknad – byggande och finansiering*

Vinell Lars (2005), *Effektivt kapital- en introduktion till modern portföljhantering*, Nordstedts Juridik

Vinell Lars (1996), *Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar*, Research Reports No 1996:7, Stockholm School of Business.

ZEW (2005), *Real Estate Investment Trusts (REITs) Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland, Teil des Abschlussberichts zum Forschungsprojekt 6/04*
Bundesministerium der Finanzen Berlin (2005), *Neue Assetklassen im internationalen Vergleich –Private Equity und REITs*,

6.2 Elektroniska källor

www.reitnet.com

www.omxgroup.com

www.nareit.com

www.leimdorfer.se

www.newsec.se

www.reits-in-deutschland.de

www.di.se

www.investinreits.com

www.dtz.com

www.greenstreetadvisors.com

6.3 Muntliga källor

Stellan Lundström (2006) Professor – institutionen för Bygg och fastighetsekonomi KTH. Intervju 06.02.13

Han-Suck Song (2006) Doktorand – institutionen för Bygg och fastighetsekonomi KTH. Intervju 06.03.16, E-postkorrespondens 06.03.16-06.08.08

Peter Almström (2006) DTZ. Telefonintervju 06.04.06
E-postkorrespondens 06.03.28

Per-Åke Eriksson (2006) VD fastighetsägarna. Telefonintervju 06.05.02,
E-postkorrespondens 06.04.30-06.05.02

Kaj Rask (2006) Skattemyndigheten. Telefonintervju 06.10.13
E-postkorrespondens 06.10.05-06.10.17

Gunn Hammarlund (2006) 1 Ap-Fonden. Telefonintervju 06.10.27

Christer Nerlich (2006) AP-Fastigheter. Telefonintervju 06.10.30

vVD Svenskt börsnoterat fastighetsbolag (2006). Intervju 06.11.07

Ekonomichef Svenskt börsnoterat fastighetsbolag (2006). Intervju 06.11.07

7 Appendix

Utvecklingen av REITs i USA

Annual Equity Market Capitalization
(Millions of dollars at year end)

Year	Composite		Equity		Mortgage		Hybrid	
	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization
1971	34	1,494.3	12	332.0	12	570.8	10	591.6
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7	11	728.9
1973	53	1,393.6	20	336.0	22	517.3	11	540.2
1974	53	712.4	19	241.9	22	238.8	12	231.7
1975	46	899.7	12	275.7	22	312.0	12	312.0
1976	62	1,308.0	27	409.8	22	415.6	13	482.8
1977	69	1,528.1	32	538.1	19	398.3	18	591.6
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3	19	406.4
1979	71	1,754.0	32	743.8	19	377.1	20	633.3
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5	19	846.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3	19	920.1
1982	66	3,296.6	30	1,071.4	20	1,133.4	16	1,093.8
1983	59	4,257.2	28	1,468.8	19	1,460.0	14	1,328.7
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3	14	1,489.4
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,182.4	13	1,241.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8	16	1,961.7
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4	19	1,782.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,820.8	21	1,672.6
1989	120	11,662.2	56	6,789.6	43	3,536.3	21	1,356.3
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2	18	636.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	28	2,586.3	24	1,596.4
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	30	2,772.8	23	1,968.1
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	32	3,398.5	22	2,678.2
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7	22	2,991.3
1995	219	57,541.3	178	49,013.0	24	3,395.4	17	4,232.9
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6	13	5,695.8
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	26	7,370.3	9	5,338.2
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	4,916.2	9	6,480.7
1999	212	145,387.1	175	136,014.3	27	6,885.0	10	2,487.8
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	2,652.4	9	1,632.0
2001	182	154,898.8	151	147,082.1	22	3,990.5	9	3,816.0
2002	176	161,837.3	149	151,271.5	20	7,146.4	7	3,518.4
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,188.5	7	5,225.0
2004	180	305,025.1	150	273,629.0	33	24,774.1	7	6,622.0
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	37	23,393.7	8	5,806.6

Market capitalization equals price of shares multiplied by the number of shares outstanding.