

Hur bör fastigheter ägas?*

I denna artikel diskuteras vilka faktorer som bestämmer om fastigheter ägs av rena kapitalförvaltare eller av dem som nyttjar fastigheterna. Författaren diskuterar också om kapitalförvaltare bör äga fastigheter direkt eller indirekt via fonder. Han finner att indirekt ägande har väsentliga samhällsekonomiska fördelar men hindras av dubbelbeskattning. Skattereglerna bör ändras.

Fastigheter är ett viktigt tillgångsslag som svarar för en stor del av nationalförmögenheten. Det kan därför vara av intresse att diskutera vem som bör äga olika typer av fastigheter och huruvida ägarfördelningen snedvrids av exempelvis olämpligt utformade skatter.

Jag kommer att diskutera för- och nackdelar med olika former av fastighetsägande och med ledning av denna diskussion dels göra prognoser för hur ägarstrukturen kan komma att förändras över tiden, dels diskutera behovet av institutionella förändringar. Jag vill alltså både bidra till ökad förståelse för vad som sker på fastighetsmarknaden och påverka utvecklingen. Jag kommer att ägna stor uppmärksamhet åt frågan om de stora kapitalplaceringarna såsom stiftelser och pensionsfonder bör äga fastigheter direkt eller om de bör äga dem indirekt via fonder och fastighetsbolag. En av mina slutsatser

är att valet snedvrids av skattereglernas nuvarande utformning och att fastighetsfonder och fastighetsinvesteringar bör beskattas på ungefär samma sätt som motsvarande fonder och bolag på aktiesidan. Jag kommer också att diskutera den större frågan om vilka fastigheter som överhuvudtaget bör ägas av rena kapitalplaceringar och vilka som bör ägas av dem som bor i dem eller utnyttjar dem i sin produktionsverksamhet.

Analysverktygen blir i huvudsak den finansiella ekonomins. Jag utgår från att fastigheternas värde, och därmed ägarfördelningen på en fri marknad, bestäms av förväntad avkastning (effektivitet), risk och likviditet. Analysen blir statisk, d v s jag belyser hur ägandet bör bli fördelat på lång sikt, i jämvikt. Läsaren bör betänka att förändringar av fastighetsägandets struktur sker långsamt. Det kan ta decennier innan nya institutionella förhållanden påverkar ägandet för huvuddelen av fastighetsbeståndet. Ett påtagligt exempel är omvandlingen från hyresrätter till bostadsrätter i Stockholms innerstad som påbörjades för mer än 20 år sedan och fortfarande är i full gång. Ett annat exempel är överföringen av fastigheter i USA

Ekonomie doktor RAGNAR LINDGREN avled hastigt i april 1998, strax efter att han levererat denna artikel till Ekonomisk Debatt. Han var knuten till institutionen för finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm där han undervisade om Fastigheter i portföljförvaltning. I sin doktorsavhandling analyserade han effekterna av kapitalinkomst- och företagsbeskattning.

* Mitt intresse för detta ämne har påverkats av diskussioner med bland andra Lars Vinell och Thomas Seimyr, som också givit värdefulla synpunkter på en tidigare version av denna artikel. De har inget ansvar för mina slutsatser.

till fastighetsfonder (REITs) som nu har startat men som ännu bara berört en mindre del av beståndet.

Ägarformer

Vi kan särskilja i huvudsak sex olika typer av fastighetsägare:

1. De boende (respektive brukarna av kontors- och industrifastigheter)
2. Arbetsgivare
3. Kommunala bolag
4. Byggbolag
5. Kapitalplacering (hushåll och institutioner) som direktägare
6. Kapitalplacering indirekt genom fonder och investmentbolag

Vad är det som avgör vilket värde en tillgång har för olika ägare och därmed bestämmer vem som kommer att vara dominerande ägare på en väl fungerande marknad? För en finansiell ekonom är de tre centrala begreppen *förväntad avkastning*, *risk* och *likviditet*.

Akademiska ekonomer har tidigare underskattat *likviditetens* betydelse. Den saknas helt i klassiska prissättningsmodeller såsom CAPM. På senare år har den dock alltmer uppmärksamats. Mycket tyder på att den så kallade storlekseffekten (d v s att aktier i små bolag ger högre avkastning än aktier i stora) i huvudsak är en likvidetspremie¹ och många av sammanslagningarna på fastighetsbolagsmarknaden såsom den mellan Prifast och Stancia förklaras i huvudsak av önskemål om förbättrad likviditet för bolagens aktier. Statsskuldutredningen 1997 motiverar en stor del av sina slutsatser om statskuldens utformning med likviditetseffekter. Avkastningskraven på illikvida tillgångar torde ofta vara en eller flera procentenheter högre än på tillgångar med god likviditet.

Fastigheter som tillgångsslag karaktäriseras av dålig likviditet. Skälen är dels att fastigheter inte kan standardiseras, dels

att de inte är delbara. Standardiserade värdepapper har ett marknadspris som löpande publiceras på data- och TV-skärmar och de handlas på börser med anonym och kontinuerlig handel. Att genomföra en transaktion kan beroende på värdepapperets likviditet och transaktionens storlek ta något mellan en minut och ett par dagar. Minsta praktiska handelspost är några tiotusentals kronor. Fastigheter å andra sidan är unika objekt som måste värderas och besiktigas med genomgång av den enskilda fastighetens skick, hyresavtal, låneavtal m m. Förhandligar måste ske med ett antal tänkbara köpare och formella skriftliga köpehandlingar upprättas. Ofta skall köpet godkännas av olika myndigheter, registreras hos inskrivningsmyndighet samt anmälas till banker och andra avtalspartners. Fastighetens förvaltning läggs i allmänhet om i samband med överlåtelsen. Beroende på fastighetens karaktär kan köpeskillingen variera mellan några hundratusen kronor och någon miljard kronor. Att genomföra en fastighetsaffär tar minst flera månader och ofta ett halvt år eller mer.

Ur likviditetssynpunkt är det uppenbart en stor fördel om fastigheterna kan representeras av värdepapper, d v s om alternativ 6 ovan väljes. Placerarna får då likvida, delbara tillgångar. Samtidigt kan man få ett stabilt långsiktigt ägande av själva fastigheterna med de fördelar detta har för hyresgäster och förvaltningspersonal.

Förväntad avkastning kan ökas genom specialisering och professionalism exempelvis genom att ett bolag specialiserar sig på att förvalta köpcentra och får en överlägsen kunskap om utformning av sådana och om optimal hyresgästsammansättning liksom kompetens att förhandla med denna typ av hyresgäster. Geografisk koncentration av ägandet kan ge låga förvaltningskostnader och överlägsen kun-

¹ Se exempelvis Datar m fl [1997].

skap om den lokala marknaden. Å andra sidan kan den lille private hyresvärden få låga kontaktkostnader och kanske själv utföra mycket av förvaltning och underhåll som fritidssyssla. Vid egnahemsboende slipper man kostnader för hyresförhandlingar och diskussioner om underhåll. Avkastningen för olika ägarformer kan också i hög grad påverkas av skatteregler, subventioner och hyresregleringar.

Risk brukar vi i första hand räkna med att man skall diversifiera bort. Om CAPMs antaganden vore uppfyllda, skulle alla äga en del av marknadsportföljen, d v s vi skulle alla ha en liten andel i varje fastighet. Detta förutsätter värdepapperiserat ägande enligt punkt 6. Å andra sidan kan ägande av den egna bostaden vara ett sätt att säkra sig mot risken för framtida hyresändringar. I vissa fall kan det vara samhällsekonomiskt önskvärt att risken för prisförändringar på fastigheter bärs av den som har störst inflytande över fastigheternas värde. Om fastigheternas värde i huvudsak bestäms av ett dominerande företags utveckling (bruksorter) kan det sålunda vara lämpligt att företaget står för fastighetsägandet.

Låt oss nu mot denna bakgrund diskutera de olika ägarformernas fördelar och nackdelar.

Fastigheten ägs av den som använder den

Långt över hälften av det svenska bostadsbeståndet ägs, direkt eller genom bostadsrättsföreningar, av dem som bor i fastigheterna. Även av industrilokaler och kommersiella lokaler såsom kontor, butiker, hotell och garage ägs en avsevärd del av dem som driver verksamhet i lokalerna (enligt uppskattningar i DiPasquale & Wheaton [1996] cirka 50 procent av industrilokalerna och 25 procent av kontorslokalerna i USA). Följaktligen är det en mindre del av det totala fastighetsbeståndet som ägs som rena kapitalplaceringar.²

Vad beror det då på att man får denna kombination av boende eller brukande och ägande? Varför har en mycket stor del av hushållen investerat det mesta av sin förmögenhet i den egna bostaden i stället för att ha en väl diversifierad portfölj av finansiella tillgångar? Varför har vi ingen fungerande hyresmarknad för småhus?

Låt oss börja med att se på marknaden för kommersiella lokaler där valet knappast snedvrids av skatter eller regleringar. Det blir då en sedvanlig analys av vad som bör integreras i ett företag och vad som bör skötas på en fri marknad mellan företagen. Vi kan här iakttaga den allmänna trenden mot koncentration på företagens kärnverksamhet. Ett utpräglat exempel är statens överförande av det mesta av sina fastigheter inklusive polishus och domstolsbyggnader till det marknadsinriktade bolaget Vasakronan. Detta har uppenbarligen i stort sett fungerat väl, även om kriminalvårdsfastigheter och högskolebyggnader förts tillbaka. Även inom den privata sektorn har det blivit allt ovanligare att företagen äger sina egna kontorsfastigheter och i de flesta fall är driften av hotell separerad från ägandet av hotellfastigheter. Samtidigt är det uppenbart att en marknad inte kan existera för fastigheter som inte har något värde för alternativa hyresgäster. Typexemplet är den tunga processindustrins lokaler som skräddarsys för sin uppgift och inte har något självständigt värde. För denna typ på fastigheter saknas inte bara hyresmarknad utan också fastighetsmarknad.

För industrilokaler och andra kommersiella lokaler förefaller alltså den dominerande trenden vara att de ägs av brukarna bara om de är så speciella att det inte finns någon andrahandsmarknad för fastigheterna. Bostäder ägs däremot i mycket stor utsträckning av de boende trots att det finns en väl fungerande fastighets-

²En enkel översikt av det svenska fastighetsbeståndet finns i Byggentreprenörerna [1997].

marknad. Varför är hyresformen olämplig i detta fall?

Om vi först ser på flerfamiljshus, som borde lämpa sig bäst för uthyrning, så är uppenbarligen huvudskälet till den snabba omvandlingen från hyreshus till bostadsrätter i Stockholms innerstad att det finns en väl fungerande marknad för bostadsrätter under det att hyresmarknaden förstörts av statliga regleringar. På motsvarande sätt omöjliggörs byggandet av nya hyreshus av att ingen vet vilka regler som kommer att gälla på hyresmarknaden i framtiden. Den underliggande förklaringen synes vara att de politiska beslutsfattarna inte vill ha någon fri bostadshyresmarknad. De partier som normalt säger sig tro på marknadsekonomi föredrar att arbeta för egendomsägande demokrati i form av bostadsrätter.

Valet mellan bostadsrätt och hyresrätt påverkas naturligtvis också av vilket som är ekonomiskt effektivast. Detta beror bland annat på boendetid, lägenhetsstorlekar, fastighetstyp och de boendes förutsättningar att sköta sin förening.

För den som räknar med att bo i sin bostad kort tid (säg under två år) blir uppenbarligen transaktionskostnaderna för köp och försäljning av bostadsrätt (inklusive kostnaden för att frigöra likviditet) prohibitiva samtidigt som prisrisken blir hög. För korttidsboende borde en fungerande hyresmarknad vara överlägsen.

För mer stadigvarande boende har bostadsrättsformen uppenbara fördelar genom att man slipper kostnader för hyresförhandlingar och förhandlingar om inre underhåll samtidigt som man antagligen får bättre beslut om det inre underhållets omfattning och inriktning när den boende själv kan ta hänsyn till vad som ger honom bäst kombination av konsumtionsnytta och pris vid framtida försäljning av bostadsrätten. Vid tillräckligt långvarigt boende kan kanske också minskad osäkerhet om framtida boendekostnader betyda mer än osäkerheten om framtida försäljningspris. I välskötta föreningar kan

också kostnaderna för förvaltning och fastighetsskötsel minska genom kortare kontaktvägar, mer gemensamma intressen och ökat inslag av självverksamhet (i vår förening skötte jag den ekonomiska förvaltningen i 10 år utan särskild ersättning samtidigt som andra styrelseledamöter gjorde mycket annat). Detta förutsätter dock att föreningarna är små, så att delägarna har tillräckliga ekonomiska incitament och tillräckligt god personlig kontakt samt att ett antal styrelseledamöter har tillräcklig kompetens. I stora föreningar med mycket smålägenheter riskerar man att inte få något personligt engagemang. Då kan förvaltningen bli sämre och dyrare än om en privat fastighetsägare hade incitament att sköta den så effektivt som möjligt.

Slutsatserna av ovanstående resonemang är att man på en fri marknad med neutral beskattning sannolikt skulle få en blandning av hyreshus och bostadsrätts-hus, där bostadsrätter skulle dominera för fastigheter med stora lägenheter och stabilt boende. Min bedömning är dock att hyresformen totalt sett skulle dominera eftersom de flesta flerfamiljshus består av smålägenheter och saknar förutsättningar för effektiv gemensam förvaltning.

Enfamiljshus kan ses som extremfall av flerfamiljshus med bara en lägenhet. Den genomsnittliga lägenhetsstorleken är också större än i flerfamiljshus. Ovanstående analys talar då för att man bör få ett mycket större inslag av boendeägande för enfamiljshus än för flerfamiljshus. Det som talar för behov av en hyresmarknad för enfamiljshus är dels korttidsboende, dels att en del potentiella boende inte kan eller vill investera erforderligt kapital.

Ur kapitalförvaltersynpunkt torde det i allmänhet vara dyrare att förvalta ett antal enfamiljshus än ett flerfamiljshus. Förutsättningen för att det skall vara rimligt är att man kan investera i ett område med likartade hus. I dagens Sverige är det sannolikt ändå orimligt på grund av skatte-

favoriseringen av egnahemsboende och hyresregleringen.

Arbetsgivare som hyresvärd

I bruksorter som domineras av ett företags verksamhet, bestäms bostadsfastigheternas framtida värde huvudsakligen av företagets utveckling. Anställda som själva äger sin bostad riskerar att förlora både sitt arbete och värdet av sin fastighet, om företaget krymper verksamheten. Företagets beslut blir samhällsekonomiskt riktigare, om företaget äger bostäderna och annan samhällsservice. Det är därför rätt självklart att den boende inte bör äga sin bostad på orter där arbetsgivaren är helt dominerande. Jag tror också att det var olyckligt när kommunerna på 1960-talet tog över mycket av ansvaret från företagen.

Arbetsgivaren kan också i andra fall anse sig vara tvungen att äga bostäder om den allmänna hyresmarknaden inte fungerar och man inte anser sig kunna hänvisa platsökande till att köpa sin bostad. Ett exempel är att många församlingar anser sig vara tvungna att hålla prästerna med tjänstebostäder om man skall kunna kräva att de skall bo inom församlingen.

Kommunala bostadsbolag

Mer än en tredjedel av lägenheterna i flerfamiljshus ägs av kommunala bolag. Detta ägande styrs inte av marknaden utan av politiska beslut. Kommunerna tar det ekonomiska ansvaret och kan drabbas av stora förluster om bolagen går dåligt men kan inte ta ut övervinsterna om bolagen går bra. Staten står som yttersta ekonomiska garant och har tidigare favoriserat de kommunala bolagen med gynnsammare finansiering. Hyrorna bestäms i princip av självkostnaderna när det är möjligt att ta ut dessa. Om efterfrågan inte räcker till, försöker man begränsa förlusterna genom monopolistiskt agerande.

Många kommuner finner nu att de

skulle kunna förbättra sin ekonomiska ställning och begränsa riskerna genom att sälja ut bolagen eller delar av deras fastighetsbestånd till kapitalförvaltare eller till de boende. Staten försöker dock på olika sätt hindra sådan utförsäljning.

Byggbolag som fastighetsägare

Byggmästare har traditionellt investerat sina vinster i fastigheter och ofta byggt upp betydande fastighetsbestånd. I samband med generationsskiften har byggerörelsen avvecklats och fastighetsbeståndet har övergått till att bli en ren kapitaltillgång. Ofta har arvingarna diversifierat sina portföljer genom att sälja ut en del av fastigheterna eller genom att börsnotera fastighetsinnehaven. Skälen till att byggmästarna valt denna investeringsform är väl dels att de haft bättre kunskap om fastighetsmarknaden än om andra tillgångsmarknader, dels att de haft överlägsen information om kvaliteten på de hus som de själva byggt och därigenom kunnat få en optimal avvägning mellan byggkostnader och underhållskostnader, dels att byggnade för egen förvaltning kunnat jämna ut sysselsättningen inom byggerörelsen. Sistnämnda skäl är dock snarare ett motiv för att bygga på spekulering än för att bygga för långsiktigt innehav.

För börsnoterade byggbolag med spritt ägande finns inte samma skäl att bygga upp ett sparkapital inom företagen och informationsproblemen om fastigheternas kvalitet torde vara desamma gentemot aktieägarna som gentemot fastighetsmarknadens aktörer. Det är svårt att se motiv för att dessa byggbolag på en väl fungerande kapitalmarknad skall ha några större långsiktiga fastighetsinnehav. Däremot finns det antagligen integrationsfördelar mellan fastighetsutveckling och byggnade så att byggbolag med fördel kan bygga på spekulering i stället för på order och köpa fastigheter för renovering och ombyggnader. Ett fastighetslager är kanske också ett rimligt sätt att placera det egna

kapital, som ett byggbolag behöver för att ta riskerna i entreprenadverksamheten (som i och för sig inte kräver något rörelsekapital).

Pågående renodling av de stora byggbolagen Skanska och NCC ter sig mot bakgrund av dessa resonemang naturlig.

Ägande genom kapitalförvaltare, direkt eller indirekt?

Även om det är mindre än hälften av fastigheterna som ägs av rena kapitalförvaltare och som kan betraktas som finansiella tillgångar så gäller det stora värden och det är samhällsekonomiskt viktigt att detta ägande blir så effektivt som möjligt. Vad som då är intressant är dels vilken typ av fastigheter olika ägarkategorier bör inrikta sig på, dels om ägandet bör vara direkt eller indirekt genom investmentbolag och fonder. Eftersom det framför allt är den senare frågan som påverkas av politiska beslut kommer jag att ägna den störst uppmärksamhet.

För indirekt ägande talar framför allt att man kan få god likviditet, delbarhet och riskfördelning i det slutliga ägandet samtidigt som de fonder och bolag som står för det direkta ägandet kan bli specialiserade, långsiktiga ägare. För den slutlige placeraren får fastighetsägandet samma goda risk- och likviditetsgenskaper som andra värdepappersinnehav utan att man förlorar de vinster av effektiv förvaltning som följer med koncentration på vissa typer av fastigheter i begränsade geografiska områden. En typisk institution äger kanske andelar i ett dussin fastighetsfonder med olika inriktning.

En annan fördel är att de kapitalförvaltande institutionerna får en i mitt tycke lämpligare personalsammansättning. Direktägande av fastigheter med egen förvaltning kräver en mycket större personal än värdepappersförvaltning. Något är fel när huvuddelen av AP-fondens anställda sysslar med förvaltning av 3 procent av kapitalet.

Det som idag framstår som den största nackdelen med indirekt ägande är skatteeffekterna. Till skillnad mot i många andra länder finns det inte i dagens Sverige några skattebefriade investmentbolag eller fonder för fastigheter. Indirekt ägande leder därmed till dubbelbeskattning. I praktiken betalar visserligen fastighetsbolagen knappast någon skatt, men det beror på att skattereglerna får dem att arbeta med mycket hög belåning. Detta gör att de för de stora kapitalförvaltande institutionerna är ett dåligt alternativ till direktägda fastigheter. Dessa institutioner belånar normalt inte sina fastigheter utan placerar tvärtom en del av sitt kapital i "riskfria" räntebärande tillgångar. De vill då inte ta den risk som det innebär att placera i högbelånade fastighetsbolag. Dessutom medför belåningen att fastighetsbolagsaktiernas värdeutveckling blir mer korrelerad med andra aktiers och därmed inte diversifierar portföljrisken på samma sätt som direktägda fastigheter.

För de stora institutionerna innebär därför indirekt fastighetsägande i Sverige antingen dubbelbeskattning eller en oattraktiv ökning av risktagandet. För privatpersoner torde detta vara en mindre nackdel eftersom man ofta är beredd att ta större risker. Många tycks föredra de högst belånade bolagen.

Det finns också andra fördelar med indirekt ägande men dessa gäller kanske snarare privatpersoner än institutioner.

En sådan fördel är att många tycker det är roligt att ha en påtaglig tillgång, att kunna visa sitt vackra stenhus. En annan är att man kan utnyttja ledigblivna bostadslägenheter i attraktiva områden till glädje för familjemedlemmar och vänner och kanske även få ut någon form av ersättning för dem, vilket knappast seriösa institutioner kan. (Att institutionernas styrelseledamöter och anställda kan komma i åtnjutande av sådana lägenheter riskerar naturligtvis att leda till allvarliga principal-agent-problem och felinvesteringar.) Som tidigare påpekats kan också privata

ägare av mindre fastigheter få lägre förvaltnings- och fastighetsskötselkostnader än mer professionella ägare. Ytterligare ett skäl till att stora stiftelser kan vara sämre ägare till bostadsfastigheter än privatpersoner eller professionella fastighetsbolag är att de på dagens reglerade marknad kan vara känsligare för skandal-skriverier om påstått dåligt underhåll m m om någon hyresgäst vill bråka.

En svårbedömd fråga gäller incitamentsstrukturen. Har de anställda på de kapitalförvaltande institutionerna eller de anställda på fastighetsfonder bäst incitament att förvalta fastigheterna så väl som möjligt? Min gissning är att det är lättare att få allmän insyn och bra incitamentslönesystem i marknadsnoterade fastighetsfonder än i stiftelser och pensionsfonder och att detta snarast talar för indirekt ägande (privata direktägare slipper naturligtvis helt incitamentsproblematiken men kan i stället ha sämre kompetens).

Sammanfattningsvis torde för stiftelser, pensionsfonder och andra institutioner indirekt ägande via fonder vara överlägset bortsett från skatteproblematiken. Vi kan också se att det i USA, där det finns skattefria fonder, REITs, sker en snabb överföring av ägandet till dessa bl a genom apportemissioner från pensionsstiftelser till olika specialiserade REITs. Därmed bör det också vara klart att svenska institutioner som vill investera i utländska fastighetsmarknader bäst gör detta genom REITs och deras motsvarigheter i andra länder. Om möjligheter till skatteneutralt indirekt ägande saknas i Sverige, kommer avkastningskraven på svenska fastigheter, och därmed nybyggnadskostnaderna, att bli högre än för exempelvis amerikanska fastigheter.

Vi har också sett att slutsatserna är mindre självklara för privatpersoner. En del privatpersoner med komparativa fördelar kan komma att direktäga fastigheter och då i huvudsak bostadsfastigheter även om skattenackdelarna med indirekt ägande elimineras. Det är dock inget som

talat för att det samhällsekonomiska värdet av direktäggande skulle vara större än det privatekonomiska. Snarare är direktäggandet ett hyresregleringsarbitrage. Det minskas också successivt p g a omvandlingen till bostadsrättsföreningar.

Ändra skattelagstiftningen!

Nuvarande skattelagstiftning snedvrider alltså ägarformerna på fastighetsmarknaden och leder till höjda avkastningskrav och nybyggnadskostnader. Samtidigt ger skatten på fastighetsbolag inte några nämnvärda intäkter eftersom den hindrar uppkomsten av lågt belånade företag.

Som tidigare påpekats i bland annat Vinell [1996] borde det därför bara ha fördelar att införa möjligheter att bilda fastighetsinvesteringsbolag och fastighetsfonder med ungefär samma skatteregler som för aktiefonder och investmentbolag.

Ett problem är naturligtvis gränsdragningen mot rörelse om man vill fortsätta att dubbelbeskatta vanliga rörelsedrivande bolag. Men det fastighetsägande som AP-fonderna och de andra stora institutionerna bedriver är uppenbarligen inte rörelse utan kapitalförvaltning och fastighetsfondernas verksamhet bör avgränsas mot byggnadsverksamhet och fastighetsutveckling. Såvitt jag vet har detta i stort sett fungerat utan problem i USA, även om man nyligen tvingats precisera lagstiftningen därför att några REITs lyckats missbruka skattefriheten till bland annat kasinoverksamhet.

Fonder eller investeringsbolag?

En mindre fråga är vad dessa skattebefriade mellanhandsinstitutioner skall kallas och vad de skall ha för juridisk status. Jag har omväxlande skrivit om fastighetsinvesteringsbolag och fastighetsfonder. På engelska har man begreppen trusts och funds, som kan vara öppna eller slutna.

I en öppen fond (såsom svenska aktiefonder eller amerikanska mutual funds)

kan kapital skjutas till eller tas ut när som helst. Detta kräver att fonderna har god likviditet och att tillgångarna kan säljas snabbt utan höga kostnader. Avräkningspriset motsvarar substansvärdet (Net Asset Value). Detta förutsätter att substansvärdet kan fastställas löpande med god precision. Eftersom fastighetsinnehav är illikvida och löpande marknadsprisnoteringar saknas, bör en fastighetsfond inte utformas som en öppen fond. I praktiken tvingas öppna fastighetsfonder såsom tyska Immobilienfonds att hålla en stor del av sitt kapital i räntebärande tillgångar.

Slutna fonder (closed-end funds) har ett givet kapital. Andelarna handlas på en andrahandsmarknad och priset bestäms av utbud och efterfrågan. Fonden påverkas inte av att någon delägare vill öka eller minska sitt innehav. I Sverige är sådana fonder konstruerade som aktiebolag och Vinell [1996] föreslår därför beteckningen fastighetsinvesteringsbolag, FIB. Å andra sidan använder man i den nya finska lagen beteckningen fastighetsfond för aktiebolag av samma typ. Den finska lagen om fastighetsfonder innehåller längre gående regler om informationsplikt och tillsyn (av finansinspektionen) än den vanliga aktiebolagslagen och syftet med den särskiljande beteckningen tycks vara att signalera att fastighetsfonderna är ett lämpligt instrument för den stora allmänhetens fastighetsinvesteringar. En fördel med beteckningen fastighetsfond är att man klart avgränsar dem från traditionella fastighetsbolag som ibland satsat mer på fastighetsutveckling och fastighetshandel än på ren förvaltning.

Slutord

Vi har konstaterat att en stor del av fastighetskapitalet ägs av dem som bor i fastigheterna eller använder dem i sin verksamhet. Vad gäller skraddarsydda industrilokaler och större delen av enfamiljshusen är detta sannolikt samhällsekonomiskt motiverat. Omvandlingen av flerfamiljshus

till bostadsrätter är troligen delvis samhällsekonomiskt motiverad men styrs också i hög grad av att staten förstört hyresmarknaden.

Vad gäller de fastigheter som ägs av kapitalplacere, har privatpersoner fördelar som ägare av bostadsfastigheter i attraktiva områden eftersom de dels kan ha lägre förvaltningskostnader, dels lättare kan anpassa sig till hyresregleringen. Dessutom är ju bostadshusen ofta mindre och därför lättare att finansiera för privatpersonerna. De stora kapitalplacerna som pensionsfonder och stiftelser får komparativa fördelar vid investering i kommersiella fastigheter (om man bortser från styrelseledamöternas egenintresse av att komma åt attraktiva hyreslägenheter). Mycket talar dock för att ett indirekt ägande via specialiserade fastighetsfonder skulle vara ekonomiskt överlägset vid neutral beskattning. Eftersom staten ändå inte får några nämnvärda skatteintäkter från existerande fastighetsbolag borde det vara lätt att fatta beslut om införandet av fastighetsfonder med ungefär samma skattesats som dagens aktiefonder. Därmed skapas förutsättningar för ett alternativ med specialiserad, effektiv fastighetsförvaltning kombinerat med god likviditet och diversifiering för ägarerna.

Referenser

- Byggentreprenörerna, [1997], *Fastigheter och boende i siffror*, Stockholm.
- Datar, V, Naik, N & Radcliffe, R, [1997], "Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test", Working Paper 249, London Business School's Institute of Finance and Accounting, London.
- DiPasquale, D & Wheaton, W C, [1996], *Urban Economics and Real Estate Markets*, Prentice Hall.
- SOU 1997:66, *Statsskuldspolitiken*, betänkande av Statsskuldspolitiska utredningen.
- Vinell, L, [1996], "Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar", Research Reports No 1996:7, School of Business, Stockholms Universitet, Stockholm.