

■ Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet

Bo NORDLUND OCH STELLAN LUNDSTRÖM*

Vi har haft Riksbankens uppdrag och förtroende att skapa ett underlag för att utveckla delen om kommersiella fastigheter i rapporten Finansiell stabilitet. Arbetet har inneburit att vi har kunnat analysera den kommersiella fastighetsmarknadens information, informationsinfrastruktur och risker med delvis nya glasögon. En slutsats är att Riksbanken och aktörerna i den kommersiella fastighetssektorn har ett gemensamt intresse av att utveckla tillgången till och kvaliteten i den information som utgör grunden för såväl Riksbankens som de direkta marknadsaktörernas strategiska beslut. Bättre information ger underlag för mer avancerade ekonometriska modeller och därtill möjligheter att identifiera tidiga signaler om riskuppbbyggnad på hyres-, fastighets-, bygg- och kreditmarknaderna.

* Bo Nordlund, BREC AB, Kungliga Tekniska högskolan och Karlstads universitet och Stellan Lundström, Kungliga Tekniska högskolan. Vi vill särskilt tacka DTZ Sweden AB (Patrik Lundström), Leimdörfer (Mikael Andersson) och IPD Svenskt Fastighetsindex (Christina Gustafsson) för den information i figurform som beredvilligt ställts till vårt förfogande.

1 Inledning

BAKGRUND

Finansiell stabilitet är ett samhällsviktigt mål och ett av Sveriges riksbanks högst prioriterade verksamhetsområden. Anledningen att fastighetssektorn är viktig i detta avseende är att denna sektor och dess finansiering kan bidra till instabilitet och stora samhällsekonomiska förluster. Färskast i minnet är fastighets- och bankkrisen åren 1990–1993. Fallissemang i den kommersiella fastighetssektorn bidrog då till att det svenska banksystemet var nära kollaps, och det krävdes omfattande statliga insatser för att säkerställa ett fungerande kreditväsende. Den senast upplevda finansiella krisen, som startade under senare delen av 2008, har hittills inte lett till några större problem på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. Det finns emellertid internationella exempel på hur problem kopplade till den kommersiella fastighetsmarknaden har lett till mer negativa effekter i samband med den senast upplevda finanskrisen.

För att främja finansiell stabilitet behöver Riksbanken bättre beslutsunderlag, främst i form av utvecklad information om hur den kommersiella fastighetssektorn fungerar, till exempel hur värdering av fastigheter sköts, och utvecklade analysmodeller. Även de direkta aktörerna i fastighetsbranschen – främst investerare och långivare – har mycket att vinna på bättre information om fastighetssektorns funktion.

SYFTE

Syftet med denna rapport är att

- definiera begreppet kommersiella fastigheter närmare
- presentera en tankemodell för den kommersiella fastighetssektorns funktion som kan utgöra ett underlag för informationsinsamling och analysmodeller
- belysa och analysera risker förknippade med utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden och deras eventuella effekter på finansiell stabilitet
- kortfattat beskriva utvecklingen på marknaden för kommersiella fastigheter i Sverige inklusive fastighetsbolagens utveckling avseende marknadsvärdet på underliggande fastighetstillgångar och skuldsättning
- belysa hur institutionella faktorer kan påverka hyror och fastighetspriser och därmed också finansiell stabilitet
- återge om det, utöver den information som Riksbanken nu använder sig av, finns information eller indikatorer som tidigt kan identifiera sådana risker som beror på finansieringsstruktur, refinansiering av banklån och skuldsättning relaterad till prisutvecklingen för fastigheter

- belysa institutionella förhållanden och olika typer av åtgärder som tillämpas internationellt för att förebygga att risker byggs upp på den kommersiella fastighetsmarknaden
- utvärdera Riksbankens analys av marknaden för kommersiella fastigheter med utgångspunkt i den analys som görs i rapporterna Finansiell stabilitet (2009:1–2010:1) och ge rekommendationer om vilka delar av analysen som bör fördjupas eller genomföras på annat sätt.

METOD

I arbetet med rapporten har vi sammanställt befintlig litteratur, gjort intervjuer med nyckelpersoner och genomfört analyser baserat på vår egen erfarenhet av marknad, värdering och finansiell analys. Arbetet har genomgående haft fokus på de förhållanden inom den svenska kommersiella fastighetssektorn som kan påverka den finansiella stabiliteten.

Den som vill få en mer generell översikt över den kommersiella fastighetssektorn i Sverige kan läsa *Kommersiella fastigheter i samhällsbyggandet*, Lind & Lundström (2009). Den som vill ha en direkt diskussion om risker för den finansiella stabiliteten kopplade till kommersiella fastigheter kan läsa Congressional Oversight Report, February 10, 2010: *Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability*.

RAPPORTENS INDELNING

Rapporten delas in i sex kapitel. Efter denna inledning (kapitel 1) presenteras i kapitel 2 en tankemodell för sambandet mellan å ena sidan tillväxt och ränta och å andra sidan hyresmarknaden, fastighetsmarknaden och byggmarknaden.

Kapitel 3 beskriver värdering av fastigheter och då särskilt hur brister i underlaget för värdering kan skapa osäkerhet avseende bedömda värdenivåer.

I kapitel 4 diskuteras vilka risker som följer med finansiering av fastigheter och hur den kommersiella fastighetssektorn kan påverka den finansiella stabiliteten.

Det femte kapitlet behandlar hur olika former av institutionella regler kan påverka den finansiella stabiliteten.

Rapporten avslutas i kapitel 6 med slutsatser och rekommendationer om hur underlaget för de finansiella stabilitetsrapporterna kan förbättras.

BEGREPPET KOMMERSIELLA FASTIGHETER

I rapporten begränsar vi begreppet kommersiella fastigheter till fastigheter som inte utgör privatbostäder i form av småhus och bostadsrätter och som vanligtvis kan omsättas på fastighetsmarknaden.

Innebörden i begreppet kommersiella fastigheter kan variera beroende på syftet med analyserna. Vårt syfte är att diskutera hur ekonomiska förhållanden knutna till

vakanser. Det är i detta samspel mellan tillväxt, kapitalmarknaden, hyresmarknaden, fastighetsmarknaden och byggmarknaden som olika typer av affärsrisk och finansiell risk skapas.

UPPDELNING OCH PROFESSIONALISERING AV FASTIGHETSSEKTORN

Den svenska kommersiella fastighetssektorn fick sin stora initiala tillväxt under 1970- och 1980-talen. Fastighetsmarknadens tillväxt skapades av tjänstesektorns kraftiga expansion och av en successiv ändring av ägarstrukturen. Mest påfallande var att "byggmästartraditionen" med att bygga, äga, förvalta och i förekommande fall även bruka en fastighet successivt bröts upp och gav plats för en mer finansiell syn på ägandet. Det lade grunden till en professionell hyresmarknad och en mer likvid fastighetsmarknad. Samspelet mellan fastighetssektorns olika delar enligt tankemodellen skapades alltså här.

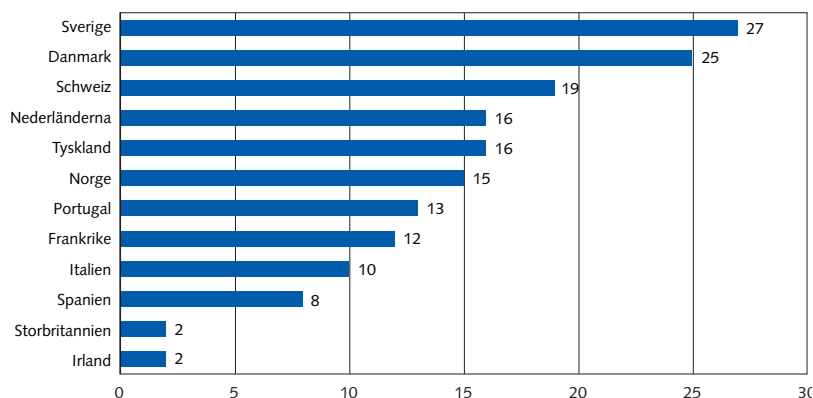
Under 1990-talet har omstruktureringen fortsatt och ägande, förvaltning, byggande och brukande har allt tydligare skiljts åt. Som en konsekvens av denna funktionsuppdelning och professionalisering har det under 1990-talet och framåt vuxit fram en konsultkår med internationella kopplingar. Det speglar att den kommersiella fastighetsmarknaden har blivit alltmer gränslös och integrerad i den globala kapitalmarknaden.

Fastigheter har över tiden kommit att betraktas som en legitim handelsvara vilket också har förstärkt kopplingen till och inverkan från kapitalmarknaden. I viss bemärkelse kan vi hävda att fastighetssektorn allt mer liknar andra sektorer i samhället. Under 1970-talet betraktades handel med kommersiella fastigheter som spekulativ. Detta syns i lagen om förvärv av hyresfastigheter (1975:1132), som avskaffades 2010. Den speglar en tidsanda och en syn på fastighetsmarknaden som i dag känns främmande.

HYRESMARKNADEN

Den svenska hyresmarknaden skiljer sig från den europeiska genom att hyreskontrakten utformas på ett sätt som delvis är unikt för Sverige. I svenska kommersiella hyreskontrakt är hyran en totalhyra, vilket innebär att fastighetsägaren tillhandahåller och tar betalt för drift och underhåll. I ett brittiskt hyreskontrakt tillhandahåller ägaren i princip ett kapital och hyresgästen svarar för drift och underhåll, se figur 2.

Figur 2. Drift- och underhållskostnader som andel av bruttohyran i 12 europeiska länder år 2005



Källa: IPD.

Det svenska kontorshyreskontraktet löper i genomsnitt på 4–5 år medan det brittiska löper på i genomsnitt den dubbla tiden. Löptiden för de brittiska hyreskontrakten har de senaste 20 åren blivit väsentligt kortare. Dock finns det i den brittiska modellen inbyggda kontrollstationer, så kallade rent reviews, där hyran marknadsanpassas under avtalets löptid.

Det svenska hyreskontraktet har ytterligare några särdrag. Den mest påtagliga är att merparten av kontrakten, bortsett från köpcentrum och hotell, skrivs enligt en standardmall framtagen av Sveriges fastighetsägare. Hyresutvecklingen i standardkontrakten är ofta kopplad till utvecklingen av konsumentpriserna. Tanken med detta har bland annat varit att inflationsskydda hyrorna. Under senare år finns dock en tendens att koppla hyresutvecklingen till korta räntan i stället för till konsumentpriserna. Orsaken är den låga inflationsnivån och trenden att fastighetsägarna finansierar sig kort. En annan effekt är att förändringarna i hyresnivåer knyts närmare till Riksbankens penningpolitiska beslut.

Hyresmarknadens påverkan på fastighetsmarknaden

Hyresmarknaden styr fastighetsmarknadens utveckling enligt modellen i figur 1. Man brukar säga att "hyresmarknaden är fastighetsmarknadens moder". Den ekonomiska tillväxten skapar hyrestillväxt samt påverkar hyresvillkoren och vakanserna, alltså hur mycket lokalyta som inte är uthyrd. Som modellen i figur 1 visar skapas marknadsvärdet för fastigheter i huvudsak av förväntningar om kassaflöde (hyresflöde) i kombination med ett avkastningskrav.

Lokalhyresmarknaden jämförd med bostadshyresmarknaden

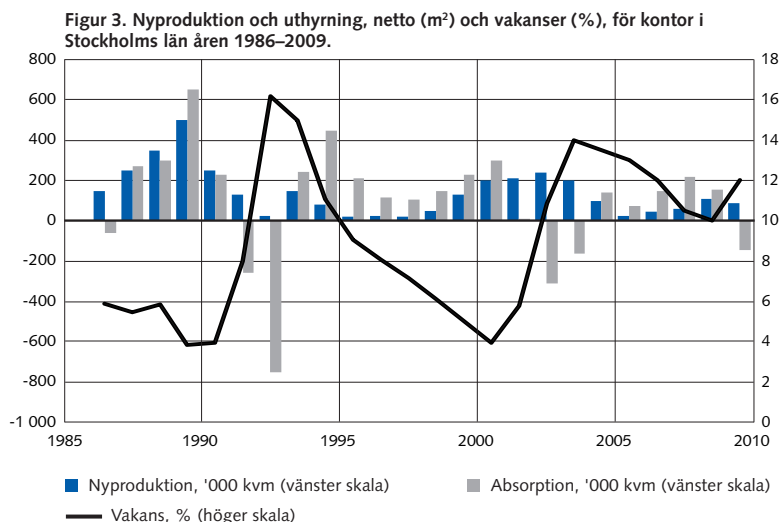
Bostadshyresfastigheter har under de senaste 20 åren visat en större stabilitet i hyror, fastighetspriser och förräntning jämfört med kontor, butiker, hotell etc. Den övergripande orsaken till detta är att bostadshyrorna sätts genom ett kollektivt förhandlingssystem där det under senare år har funnits en blandning av kostnads- och marknadstänkande. Det tänkandet har medfört en stabilitet på hyresmarknaden som bland annat gjort att nominella hyressänkningar inte generellt förekommit. Stabiliteten påverkas också av att bostäder är en form av nödvändighetsvara och att nyproduktionen inte har medverkat till att skapa vakanser, som under 1980-talet.

Att bostadshyrorna stiger på tillväxtorter kan förklaras med att hyresnivåerna generellt har legat under en marknadsmässig nivå tidigare. På mindre orter med vikande befolkningsunderlag förklaras hyresökningarna delvis med att fastighetsbolagen har vidtagit olika åtgärder för att minska lägenhetsbeståndet. Samtidigt har ofta de kommunala bostadsföretagen haft en stor marknadsandel och kunnat hålla hyrorna uppe via sin hyresledande roll.

Stabiliteten i hyresutvecklingen har också, kanske något förvånande, gjort att totalavkastningen sett över de senaste 10 åren i genomsnitt har varit högre för bostadshyresfastigheter jämfört med andra typer av fastigheter på investerarmarknaden. Detta kan förklaras med att hyrorna i tillväxtorterna generellt har bedömts ligga under marknadsnivån och att fastighetsprisernas utveckling i stor utsträckning har ökat på grund av möjligheten att byta upplåtelseform från hyresrätt till bostadsrätt.

BYGGMARKNADEN

För byggmarknaden är det övergripande beslutskriteriet för nyproduktion att marknadsvärdet för den nya fastigheten överstiger kostnaden för produktionen. Det kan också uttryckas som att byggproduktionen startar när kvoten mellan marknadsvärde och produktionskostnad överstiger 1 (Tobins $Q > 1$). Men plan- och byggprocessen är ofta utdragen, och det gör att det kan ta flera år från startsignal till nyckelfärdig byggnad. Det innebär att nyproduktionen ofta hamnar på marknaden när tillväxten och konjunkturen är på väg nedåt. Det innebär i sin tur ytterligare vakanser och fallande hyror. Detta illustreras av figur 3.



Källa: DTZ Sweden AB.

Figuren illustrerar bland annat hur stora volymer som nyproducerades under slutet av 1980-talet och hur de volymerna hyrdes ut fram till år 1990. Två år därefter friställdes ca 800 000 kvadratmeter kontorsyta i Stockholms län. Vakansnivån steg kraftigt. Kontorslokalerna började dock fyllas igen redan 1993, medan nyproduktionen kom i gång först i slutet av 1990-talet.

FASTIGHETSMARKNADEN

Ett användbart begrepp i detta sammanhang är investerarmarknaden som i huvudsak omfattar marknaderna för kontor, butiker och hotell. I investeringsmarknaden räknar Lind och Lundström (2009) också in delar av de bestånd som ägs av industrin samt av stat och kommun, främst då av kommunernas bostadsföretag. De räknar dock inte in lantbruksfastigheter och specialfastigheter för exempelvis elproduktion. Investerarmarknaden kan enligt Lind och Lundström omfatta ett marknadsvärde på i storleksordningen 1 000 miljarder kronor.

Beståndet i investeringsmarknaden ägs i huvudsak av fyra olika kategorier av aktörer med i storleksordningen en fjärdedel var. Det är börsnoterade (publika) fastighetsbolag, privata personer och företag, svenska institutioner samt utländska investerare.

De ca 1 000 miljarderna i marknadsvärde ska ses i relation till de cirka 5 000 miljarder kronor som är marknadsvärdet för privatbostäder i form av småhus och bostadsrätter. Ett annat sätt att belysa dessa storheter är att redogöra för bankernas kreditexponering gentemot olika typer av låntagare, exempelvis fastighetsbolag. Enligt Riksbankens rapport *Finansiell stabilitet 2010:2* uppgår de svenska bankkon-

cernernas utlåning mot fastighetsbolag till cirka 16 procent av den totala utlåningen. Det kan också noteras att värdemässigt så finns 50 procent av de kommersiella fastigheterna i Stockholms län, medan Skåne och Västra Götalands län tillsammans svarar för 25 procent av värdet. Investerarmarknaden är sålunda i huvudsak en storstadsmarknad.

Av marknadsvärdet på 1 000 miljarder för investerarmarknaden är uppskattningsvis 55 procent kontor, 20 procent butiker, 10 procent flerbostadshus som upplåts med hyresrätt, 10 procent industrifastigheter samt 5 procent hotell. Marknaden för dessa fastighetstyper följer vissa gemensamma mönster men skillnaderna kan också vara stora när det gäller affärslogik och konjunktürkänslighet.

Fastigheternas ägare

Om vi beaktar ägarna till alla typer av inkomstproducerande hyresfastigheter i Stockholm så framkommer att offentlig sektor och institutionella ägare dominerar stort.¹ I fallande storleksordning efter ägd area har vi följande ägarbild: Svenska Bostäder, Stockholmshem, Familjebostäder, Vasakronan, Micasa, Fabège, Akademiska Hus, Stockholms Kooperativa Bostadsförening (SKB), AMF Pension och AFA Fastigheter.

En slutsats är att de största ägarna i Stockholm kan betecknas som finansiellt stabila. Fyra av de tio största ägarna – Vasakronan, Fabège, AMF och AFA – är på investerarmarknaden.

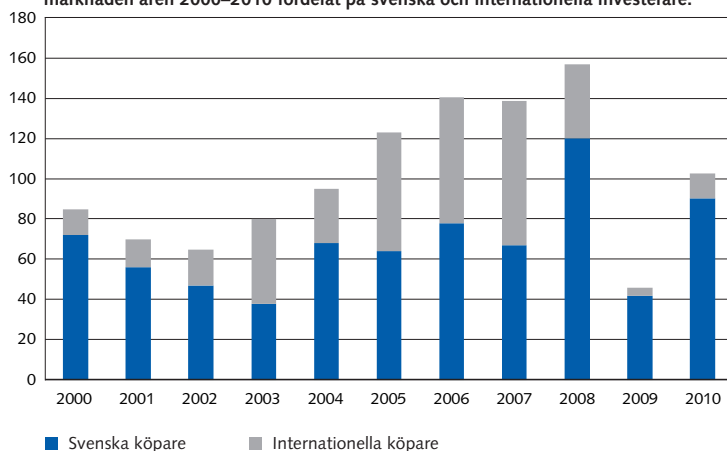
I Malmö finns en annorlunda ägarbild än i Stockholm. Där är inslaget av privata företag stort. Stena fastigheter, ACTA, Akelius, Heimstaden och Ulla Åberg är privata. Tre företag är noterade: Wihlborgs, Dagon och Castellum. Störst är kommunägda MKB och dessutom har pensionsfundsägda Vasakronan ett stort innehav. Göteborg intar ett mellanläge med tre helt dominerande kommunala bostadsföretag.

Fastighetsmarknadens omfattning

Transaktionsvolymen på den kommersiella fastighetsmarknaden har varierat kraftigt de senaste tio åren, se figur 4.

¹ Källa DTZ Sweden AB och Bygganalys AB.

Figur 4. Transaktionsvolymen i mdkr på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden åren 2000–2010 fördelat på svenska och internationella investerare.



Källa: DTZ Sweden AB.

I figuren kan man notera fördubblingen av transaktionsvolymen mellan åren 2003 och 2008 samt den nedgång som ägde rum år 2009. Stockholms län dominerar marknaden med i storleksordningen 50 procent av kapitalet och omsättningen.

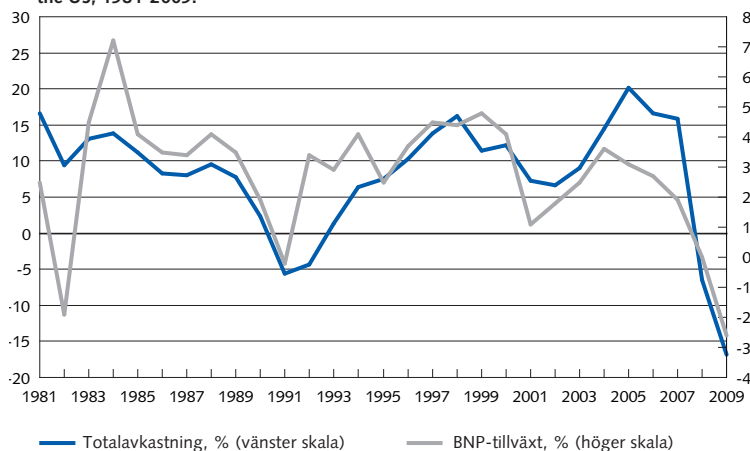
En genomsnittlig transaktionsvolym på den totala svenska kommersiella marknaden kan skattas till i storleksordningen 100 miljarder kronor per år, vilket motsvarar 10 procents omsättning. Av denna omsättning svarar de tio största affärerna för en tredjedel. Omsättningssiffrorna kan jämföras med att cirka 200 miljarder årligen omsätts på den svenska marknaden för småhus och bostadsrätter

DEN NATIONELLA OCH REGIONALA TILLVÄXTEN

Den ekonomiska tillväxten är den enskilt viktigaste faktorn som påverkar utvecklingen för hyror, fastighetspriser och byggaktivitet. Empiriska undersökningar av den kommersiella fastighetsmarknaden² visar att merparten av variationerna i fastigheternas totalavkastning och värdeförändring, i vissa fall över 70 procent, kan förklaras med variationer i den ekonomiska tillväxten. Sambandet mellan tillväxt och avkastning på totalt kapital för kommersiella fastigheter i USA illustreras med en längre serie i figur 5. Liknande samband finns i de flesta länder, inklusive Sverige.

2 De flesta undersökningar är utförda av fastighetskonsultföretag och visar i huvudsak samma nivå på korrelationen som figur 5.

Figure 5. Changes in growth and return on total capital for commercial property in the US, 1981-2009.

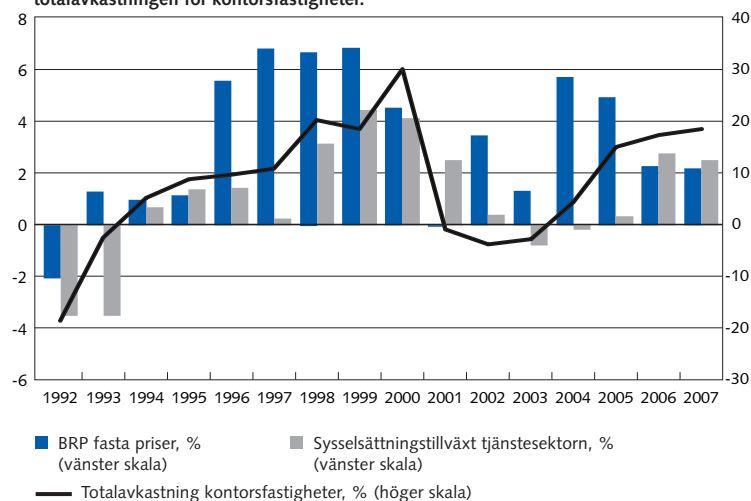


Källa: IPD.

Det är också allt tydligare att tillväxten varierar regionalt och lokalt. I Sverige innebär det att storstäderna ger väsentligt högre avkastning, och även större variationer i avkastning, jämfört med residensstäder och lokala centra. Att avkastningen varierar över tiden i storstäderna är en följd av hög ekonomisk aktivitet i kombination med stora tidsmellanrum mellan besluten på hyres-, fastighets- och byggmarknaderna. Efter det att byggherrarna har tagit sina beslut kan det dröja flera år innan de nya kommersiella lokalerna kan bjudas ut på hyresmarknaden, på grund av en utdragen plan- och byggprocess. Beslutet att bygga kan ha tagits i en högkonjunktur medan de nya lokalerna når marknaden i en lågkonjunktur, vilket ökar variationerna i avkastningen från fastighetsinvesteringarna.

Tillväxtens betydelse för avkastningen på kommersiella fastigheter illustreras i figur 6. Tillväxten uttrycks här som bruttoregionprodukten (BRP, "lokal BNP") och sysselsättningstillväxten i tjänstesektorn för Stockholm. Avkastningen mäts för kontorsfastigheter.

Figur 6. Förändringar i bruttoregionprodukt (BRP) åren 1992–2007 för Stockholm, tjänstesektorns tillväxt för samma område och tid i relation till den årsvisa totalavkastningen för kontorsfastigheter.



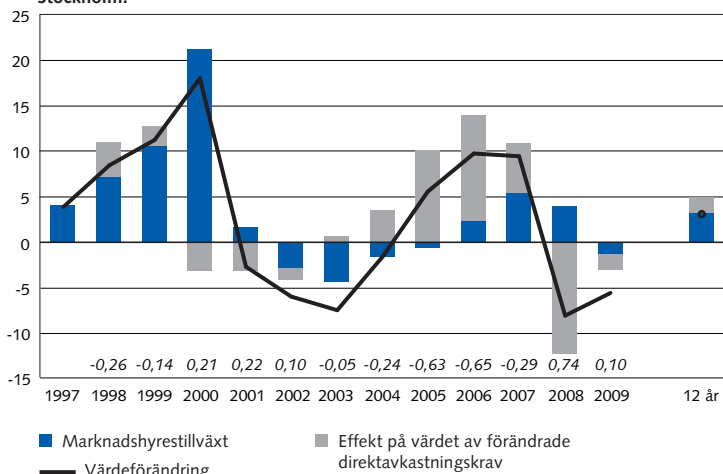
Källa: DTZ Sweden AB.

Figuren visar att den kraftiga ökningen i tillväxt och sysselsättning fram till år 2000 gav en betydande ökning av avkastningsnivån. Likaså gav den låga tillväxten efter IT-boomen år 2000 en negativ avkastning för kontor, butiker och hotell, men med undantag för bostadshyresfastigheter.

Avkastningen på den kommersiella fastighetsmarknaden – värdeförändring och direktavkastning (driftnettonivåer) – påverkas enligt ovan av såväl den lokala som den regionala och globala ekonomiska tillväxten. Omvänt visar krisen 1990–1993 att förhållanden i fastighetssektorn kan påverka såväl det finansiella systemet som den reala ekonomin, och ytterst tillväxten. Ett i tiden mer näraliggande exempel på detta är fastighets- och finanskrisen i de baltiska länderna.

Förändringar i marknadsvärde (värdetillväxt) skapas i huvudsak av ett samspel mellan kassaflöde (hyresutveckling) och ett avkastningskrav som formuleras på kapitalmarknaden. Störst effekt på fastigheternas värdetillväxt får man när hyrorna förväntas falla samtidigt som avkastningskraven ökar, se figur 7.

Figur 7. Hur hyresutveckling respektive förändring i direktavkastningskrav ("Yield shift") över tiden påverkar värdetillväxten för kontorsfastigheter i centrala Stockholm.



Anm. Förändring i direktavkastningskrav, %, i kursiv stil.

Källa: IPD Svenskt Fastighetsindex.

Åren 2000–2002 ökar avkastningskraven samtidigt som marknadshyrorna faller. Det ger en negativ värdetillväxt mellan åren 2001 och 2004. Omvänt så sänks avkastningskraven mellan åren 2003 och 2007 samtidigt som hyrorna stiger. Det ger en kraftig värdestegring. Detta medför att värdet på fastighetstillgångarna påverkas positivt av såväl fallande avkastningskrav som stigande hyror.³

3 Värdering av fastigheter

När beståndet av fastigheter värderas utgår man från flödet i form av transaktioner. En återkommande fråga är då hur pass representativa fastigheterna i flödet är för beståndet. Problematiken blir särskilt tydlig när omsättningen, som under år 2009, blir extremt låg. Här inverkar också att varje fastighet är mer eller mindre unik och att beståndets egenskaper inte är känt i alla detaljer. I teorin skulle man med en ekonometrisk modell kunna beakta egenskapsskillnader, men det förutsätter att man känner till flera egenskaper hos såväl flödet som beståndet.

3 I kapitel 3 under avsnittet Beräkning av direktavkastning som en del i värderingen förs en mer allmän diskussion om uppbyggnaden av fastighetsmarknadens avkastningskrav utifrån förväntningar om realränta, risk och driftnettoförändring.

BERÄKNING AV HYRESKONTRAKTENS VÄRDE

Den viktigaste egenskapen vid värdering är hyreskontrakten. Värdet av en fastighet kan förenklat sägas vara "nuvärdet av hyreskontrakten." Det finns dock ingen officiell källa till egenskaperna för hyreskontrakt.

Bristen på information om dessa egenskaper kan i det mest extrema fallet göra att hela beståndet får en felaktig värdenivå. Ett mer sannolikt utfall av den bristande informationen är dock att avkastningsmässigt bra fastigheter värderas för lågt och att dito dåliga värderas för högt.

Det finns också flera oklarheter kring hur värdet av hyreskontrakten ska beräknas. I det svenska standardkontraktet för lokaler debiteras fastighetsskatten utanför hyran. Utryckt på annat sätt så innefattar definitionen av begreppet marknadshyra inte fastighetsskattebeloppet. I centrala Stockholm kan fastighetsskatten uppgå till 400 kr per kvadratmeter och år. Ur fastighetsägarens perspektiv får fastighetsskatten samma karaktär som mervärdesskatt – slutkunden betalar. Ur hyresgästens perspektiv är fastighetsskatten en reell kostnad. Skillnaden i synsätt kan skapa missförstånd om den effektiva hyran för lokalerna.

Den kommersiella hyresmarknaden i storstadsregionerna, främst i Stockholm, domineras av ett antal stora och mycket solida fastighetsägare. Det gör att hyrorna blir trögrörliga nedåt. Incitamenten att sänka hyran i en lågkonjunktur är små, eftersom sänkta hyror påverkar hela marknaden. Genom olika typer av rabatter kan fastighetsägare upprätthålla en officiellt hög hyresnivå och samtidigt hålla ner vakanerna. Till exempel finns det i många kontrakt klausuler om hyresfria månader och trappade hyror. Dessa öppet redovisade klausuler och förekommande realoptioner är hanterliga när det gäller att beräkna en effektiv hyra. Det är svårare att komma åt och värdera sidoavtal som innebär att lokalerna uppgraderas eller att hyresvillkoren är del i en större affärsuppgörelse. Denna typ av dolda villkor försvårar bedömningen av den effektiva hyran och de försvårar dessutom värderingen och prissättningen av fastigheterna. Eftersom det är svårt att observera vissa fundamentalt viktiga parametrar som ingår i en fastighetsvärdering kan det i viss utsträckning uppstå osäkerhet om huruvida marknadspriserna vid varje given tidpunkt speglar rationellt satta jämviktspriser.

METODER FÖR FASTIGHETSVÄRDERING

En fastighets marknadsvärde är en ögonblicksbild. Bedömningen är giltig vid värdetidpunkten men säger inget explicit om den framtida värdeutvecklingen eller risken för ett värdefall. Formellt sker nära 100 procent av alla värdebedömningar av kommersiella fastigheter med ett förfarande baserat på diskontering av bedömda framtida kassaflöden. Dock är det oklart vilken värderingsmetod som de facto tillämpats

vid detta förfarande.⁴ Prognoserna för hyra, drift, underhåll och reinvesteringar är i stor utsträckning schabloniserade och följer en form av branschstandard.

Värderarna tenderar att utjämna kraftiga upp- och nergångar på marknaden ("Valuation smoothing"). Värderarna tenderar också att ligga efter marknadens utveckling i sina värdebedömningar ("Lagging"). Dessa två egenskaper hos fastighetsvärderingar skapar problem när investerare med sina portföljmodeller ska avgöra hur mycket av olika tillgångsslag, fastigheter, aktier och obligationer som ska ingå i portföljen. Mycket forskning, till exempel Geltner (1991), har gjorts för att eliminera värderingarnas effekt på de avkastningssiffror som används i portföljmodellerna.

BANKERNAS VÄRDERING VID KREDITBEDÖMNING

När bankerna ger krediter till fastigheter och fastighetsföretag gör de såväl kvalitativa som kvantitativa bedömningar. Den kvalitativa bedömningen gäller ofta ägarna till fastighetsföretagen, eller vem som kontrollerar bolagsstrukturen. Den kvantitativa bedömningen gäller främst låntagarens kassaflöde och återbetalningsförmåga. Bedömningen av pantsäkerheten är givetvis också viktig, men den kommer i andra hand. Likaså är bedömningen av låntagarens finansiella ställning en viktig del (belåningsgrader, soliditet etc.). Denna fokus på kassaflödet pekar på att det är analyserna av hyresmarknaden som är centrala för bedömningarna av den finansiella stabiliteten.

Bedömningen av pantsäkerheter baseras på lånebeloppens relation till fastigheternas marknadsvärde. Vanligen tillämpas maximala belåningsgrader om 60–75 procent. Högre belåningsgrader kan förekomma, framför allt för bostadshyresfastigheter som erfarenhetsmässigt har stabilare marknadsvärden än kontor, butiker och hotell.

Värdebedömningen av fastigheter vid kreditgivningen görs till stor del med intern värderingskompetens – det vill säga av personal anställd på bankerna, men externa värderingskonsulter förekommer också. Interna värderare genomgår som regel någon form av intern certifieringsprocess inom bankerna. Bankernas kompetens inom fastighetsekonomi och värdering ligger generellt sett på en avsevärt högre nivå i nuläget än i slutet av 1980-talet.

Bankernas värderingsmetoder innefattar såväl ortsprismetoder (analys av transaktioner på marknaden) som kassaflödes- och direktavkastningskalkyler. De kan också variera från bank till bank. Det är vanligt att bankerna har tillgång till kontraktsinformation för hyror och att de gör besiktningsliknande genomgångar av fastigheterna för att bedöma fastigheternas underhållsstatus och reinvesteringsbehov. Bedömningarna av direktavkastningskrav sker dels utifrån system på markna-

⁴ Se bland annat diskussioner i Lind & Nordlund, 2010.

den som Datscha⁵, Svefa med flera, dels genom bankernas egna transaktionsanalyser.

Det är inte vanligt att bankerna jämför ett bedömt marknadsvärde med andra informationskällor, som exempelvis referensvärden eller utveckling av implicita⁶ värden härledda från noterade fastighetsaktier.

Informationsbrist på fastighetsmarknaden leder till osäkerhet. Eftersom det är oklart huruvida fastighetsmarknaden kan fungera effektivt och fullt ut rationellt, kan det också ifrågasättas i viss utsträckning om prisnivån i transaktioner på fastighetsmarknaden vid varje tidpunkt återspeglar rationellt satta jämviktspriser. Detta leder i sin tur till osäkerhet om huruvida de marknadsvärden som kan bedömas på bland annat basis av transaktionsmarknadsinformation, räcker för långgivarens syfte att bedöma säkerhet för sina lån. En risk som kan uppstå i sammanhanget är om transaktionspriserna, som i sin tur utgör väsentliga indata i fastighetsvärderingar, blir för höga i förhållande till vad som är långsiktigt motiverat om man skulle ha tillgång till all relevant information.

Bedömningarna av framtida återbetalningsförmåga är, när det gäller makrofaktorer, många gånger baserade på respektive banks prognoser för inflation, ränteutveckling, ekonomisk tillväxt med mera. För enskilda fastigheter gör bankerna också en anpassning av scenarierna vad gäller exempelvis hyres- och vakansutveckling utifrån fastighetstyp och geografiskt läge.

BERÄKNING AV DIREKTAVKASTNING SOM EN DEL I VÄRDERINGEN

Analyser baserade på material från Svenskt Fastighetsindex visar att det direktavkastningskrav som tillämpas vid fastighetsvärdering regelmässigt överstiger den faktiskt uppnådda direktavkastningen. Denna skillnad beror på att värderarna regelmässigt gör optimistiska antaganden om drift och underhåll samt även optimistiska antaganden om den framtida utvecklingen för vakanserna. Sammantaget ger detta en överskattning av driftnettot som vid värderingen kompenseras med ett relativt högt direktavkastningskrav. Det gör att slutresultatet – marknadsvärdet – blir "rätt". För en utomstående betraktare – investerare eller långgivare – kan dock en tilltro till indata i kalkylerna innebära en risk, särskilt då räntetäckningsgraden blir lägre än förväntat.

Mycket av analyserna runt olika typer av fastighetsaffärer utgår från begreppen direktavkastning och direktavkastningskrav. Formellt görs många av analyserna vid förvärv med hjälp av detaljerade kassaflödesanalyser, men för analyser på en

⁵ Se vidare under kapitel 6 – Slutsatser, där vi ger en kort beskrivning av Datscha.

⁶ Implicit värde räknas ut, något förenklat beskrivet, genom att man adderar ett noterat fastighetsbolags börsvärde till marknadsvärdet för samtliga skulder i bolaget. På så sätt identifierar man passivsidan i balansräkningen. Därefter bedömer man marknadsvärdet på övriga tillgångar som inte är fastighetstillgångar. Slutligen löser man ut fastighetsvärdet genom att få aktivsidan i balansräkningen att balansera med passivsidan.

övergripande nivå kan en enklare modell tillämpas. Denna enkla modell i form av evighetskapitalisering (den så kallade Gordons formel) har en vidsträckt tillämpning för värdering av såväl fastigheter som företag.

$$V = \frac{(H - D - U)_1}{p - g}; \quad p - g = \frac{(H - D - U)_1}{V}$$

V är nuvärdet av en evig och exponentiellt föränderlig inkomstström, här driftnettot ($H - D - U$, hyra minus drift och underhåll), som diskonteras till nutid med ett kalkylräntekrav, p procent, minskat med driftnettots förväntade tillväxttakt, g procent. Faktorn $p - g$ utgör i detta sammanhang direktavkastningskravet – den så kallade yelden.

Direktavkastningskravet kan i ovanstående form sägas bestå av tre huvuddelar:

- en förväntad realränta
- ett tillägg för risk – affärsrisk inkluderande likviditetsrisk
- en förväntan om driftnettotillväxt – positiv eller negativ.⁷

Driftnettotillväxten kan sägas bestå av två faktorer, dels en komponent som speglar en föråldring av byggnadens funktioner, dels en förändring – ofta tillväxt – av den ekonomiska basen. I en stad som Stockholm kan markvärdet (byggrättens värde) utgöra upp till 80 procent av fastighetens totala marknadsvärde. Värdet av byggnaden står för resterande 20 procent. I mindre orter kan värderelationen vara den omvända. Detta skapar olika avkastningseffekter för värdestegring respektive omodernitet.

Ett försök till ett mer principiellt resonemang avseende direktavkastningskravets "normala" nivå för kontor och butiker i centrala Stockholm kan föras på följande sätt:

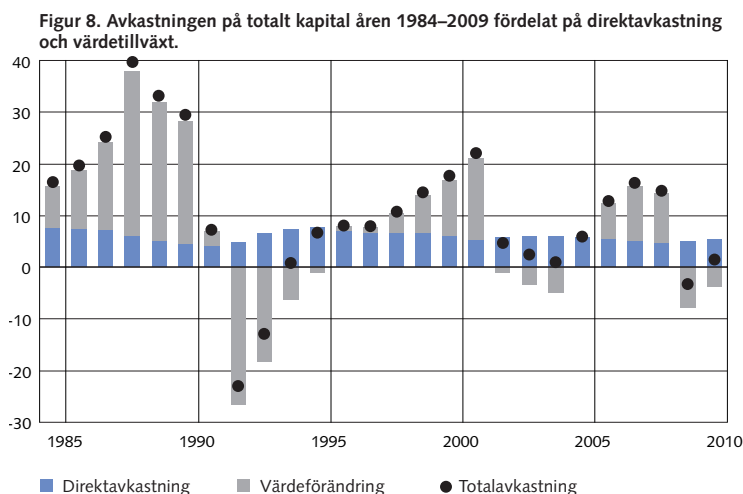
Vi antar att den riskfria realräntan ex ante uppgår till 2–3 procent och att tillägget för affärsrisk – främst vakansrisker, tekniskt betingade risker och likviditetsrisker – i bästa kontorsläge uppgår till 2–3 procent. Det ger ett riskjusterat avkastningskrav på 4–6 procent. Den förväntade driftnettoutvecklingen kan för en fastighet som inte är föremål för investeringar kalkylmässigt sättas till minus 2–3 procent⁸. Denna förväntade driftnettoutveckling kan motiveras med att byggnadskapitalet föråldras. Underhållskostnaderna stiger och vakanserna ökar. Föråldringen kan uppvägas av att den ekonomiska basen växer, vilket är positivt för hyresnivån och i sin tur kan leda till att det är lättare att få lönsamhet i investeringar som syftar till att förnya byggnadskapitalet, till exempel modernisering.

7 Se även resonemang i Baum, 1997, som utvecklar hur man kan koppla denna aspekt till avkastningsformeln utifrån realprisstudier avseende kontor belägna i London.

8 Se bland annat Baum, 1997. Se även resultat avseende real fastighets- och byggnadsavskrivning beskrivna i Bejrums, 1995.

Av ovanstående resonemang kan man dra en övergripande slutsats när det gäller nivån för direktavkastningskravet för kontor i bästa läge i Stockholm: Direktavkastningskrav som sjunkit ner till 4–5 procent bygger på antaganden om framtidens driftnettoutveckling och risknivåer som ofta inte är långsiktigt hållbara.

I sammanhanget är det intressant att studera hur direktavkastningen och värdetillväxten (alltså den sammantagna totalavkastningen) har varierat sett över en längre tidsperiod. Det åskådliggörs i figur 8.



Källa: IPD Svenskt Fastighetsindex.

Det är påtagligt att direktavkastningen, bortsett från tiden runt år 1990, är tämligen stabil, men att halveringen av direktavkastningen, från 8 till 4 procent mellan åren 1984 och 1990, inte var långsiktigt hållbar. Totalavkastningen varierar stort beroende på kraftiga fluktuationer i värdetillväxt. Detta är typiskt för en marknad där det går lång tid mellan signalerna om tillväxt och färdigställd nyproduktion.

Figuren visar också att den långsiktiga direktavkastningen utgör två tredjedelar av totalavkastningen. En genomsnittlig direktavkastning på 6 procent ger då att totalavkastningen i nominella termer uppgår till 9,8 procent över 26 år. Det innebär att det är viktigt att vara uppmärksam på om den stigande totalavkastningen tenderar att komma från enbart värdeförändringskomponenten i totalavkastningen, alltså om marknadsvärdena på fastigheter stiger utan att det finns korresponderande tillväxt i de underliggande kassaflödena. Då kan det finnas en risk för att förväntningar om värdetillväxt inte infrias, vilket kan leda till framtida nedjusteringar av fastighetsvärdena.

Det är alltså svårt att i vissa fall "extrahera" marknadens direktavkastningskrav för specifika objekt. En oönskad bieffekt av alltför optimistiska antaganden i avkastningsbaserade värderingskalkyler kan bli att värderingarna hamnar för högt för vissa

objekt. Detta kan i sin tur leda till "inlåsnings effekter" på grund av att fastigheterna inte går att sälja på marknaden till värderade nivåer.

Sammantaget leder svårigheterna till en osäkerhet om marknadsvärdenivån för det bestånd som inte omsätts på marknaden. Det leder i sin tur till osäkerhet om fastighetsföretagens "verkliga" finansiella ställning, när de marknadsvärderar sina fastigheter i balansräkningen.

VARIATIONER I MARKNADSVÄRDEN I STORSTÄDER

Figur 8 visar kraftiga variationer i värdetillväxt 1984–2009 för det fastighetsbestånd som ingår i Svenskt Fastighetsindex. Den kraftiga variationen i värdetillväxt som visas där är ett typiskt storstadsfenomen. En kontorsfastighet i Stockholms centrala delar kan exempelvis värderas till 80 000 kronor per kvadratmeter. Av dessa 80 000 kronor utgör markvärdet (byggrättens värde) i storleksordningen 60 000 kronor. Värdenivån 60 000 kronor bestäms av markens värde i den bästa alternativa användningen, som kan skilja sig från den aktuella användningen. I en växande stad som Stockholm ska centralt belägna byggrätter öka i värde på lång sikt. Byggrätternas värde kan dock förväntas svänga kraftigt beroende på konjunkturen och på den fastighetscykel som illustreras i figur 8. Byggnadens värde är i exemplet ovan 20 000 kronor. Det beror på att byggnaden snabbt blir omodern i en växande stad, och på att byggnaden avskrivs.

Slutsatserna för investerare och kreditgivare, men även för Riksbanken, kan sammanfattas på följande sätt:

- Marknadsvärdena i storstäderna (främst i Stockholm) kommer att variera kraftigt över tiden, vilket ställer krav på stort eget kapital för den som investerar.
- Byggnadskapitalet föråldras snabbt vilket ställer krav på amortering av topplån, särskilt i en situation med låg inflation.

4 Fastighetsbranschens inverkan på den finansiella stabiliteten

VÄXELVERKAN MELLAN TILLVÄXT OCH MARKNADSVÄRDEN

Figurerna 5–8 illustrerar hur cyklisk marknaden är för kommersiella fastigheter i storstäderna, alltså hur olika värdepåverkande faktorer som hyror, vakanser och avkastningskrav i slutänden påverkar fastigheternas marknadsvärden. De cykliska och över tiden utdragna förloppen kan förklaras med de höga transaktionskostnaderna för att anpassa lokalerna till hyresgästernas olika behov, komplexiteten i plan- och byggprocessen samt de för aktörerna ofta svårbedömda risker som är kopplade till byggande och handel med fastigheter. I grunden har vi marknadsriskerna som också

kan påverka stabiliteten i det finansiella systemet. Vi måste också ta hänsyn till specifika risker för enskilda objekt, främst kopplade till marknadsposition och tekniskt skick, det vill säga risken att fastighetsinnehavaren drabbas av oförutsedda behov av krävande underhålls- eller reinvesteringsåtgärder. Dessa specifika risker är dock sällan systemfarliga.

Ofta använder man förändringar i fastigheternas marknadsvärden som en indikator på att den finansiella stabiliteten kan komma att rubbas. Men marknadsvärdena kan i stället ses som en produkt och inte en indikator. De är produkten av en process där den ekonomiska tillväxten och kapitalmarknadens avkastningskrav driver ett komplicerat samspel mellan hyres-, fastighets- och byggmarknaderna. Därför är det på dessa marknader som man måste söka tidiga signaler om risker för den finansiella stabiliteten, i kombination med att man analyserar tillväxten och avkastningskraven.

Tankemodellen i figur 1 bygger på att det finns en form av stabila orsakssamband i samspelet mellan makroekonomiska faktorer (främst BNP och ränta, som i sin tur ger kapitalkostnaden,) och de olika marknaderna. Problemet är dock att det är olika faktorer som påverkar tillväxten under olika perioder. Det gör att tillväxten i sin tur påverkar fastighetssektorn på olika sätt. Det senare kan illustreras av att många trodde att den negativa BNP-utvecklingen under 2008–2009 skulle påverka tjänstesektorn i Stockholm, och att detta skulle skapa ökade vakanser och fallande hyror i kontorssektorn. Med facit i hand kan vi säga att vi inte har sett någon sådan markerad effekt.

En annan problematik, och en kärnfråga kopplad till finansiell stabilitet, är att de "naturliga variationerna" i den ovan beskrivna modellen kan övergå till att "verka baklänges", alltså att tillväxten i samhället kan påverkas av förhållanden på fastighetsmarknaden.

Ytterligare en dimension, som dock inte explicit behandlas i analysmodellen, är effekterna av förändrade institutionella regler. Det är uppenbart att fastighets- och bankkrisen åren 1990–1993 i stor utsträckning påverkades av ett stort antal institutionella förändringar som var för sig var logiska men som tillsammans fick oväntat stora effekter på fastighetsmarknaden och det finansiella systemet. Det finansiella systemet påverkades i hög grad av avregleringarna av valuta- och kreditmarknaderna tillsammans med den radikala skatteomläggningen och avvecklingen av de omfattande räntesubventionerna till bostadsbyggandet. Motsvarande regelförändringar på den svenska marknaden ser vi inte i dag. Den kommersiella fastighetssektorn är nu mer påverkad av globala regelförändringar, som nya regler för redovisning (IFRS) och regler för kapitaltäckning (Basel III).

FASTIGHETSKRISERS ORSAKER OCH FÖRLOPP

Figurerna 5–8 illustrerar att det finns empiriska samband mellan de marknader och aktiviteter som beskrivs i tankemodellen i figur 1. Sambanden är dock inte entydiga

och de varierar över tiden. Vissa av förloppen kan kallas normala medan andra, till exempel förloppet från början av 1980-talet, lade grunden till den finansiella krisen mellan åren 1990 och 1993. Förhållanden inom och mellan bank- och fastighetssektorerna bidrog starkt till utvecklingen. Därför kan det vara relevant att särskilt diskutera vilka förlopp som leder till kriser, och vilken roll de kommersiella fastigheterna spelar i krisförloppen.

En del av 1990-talskrisen kan i efterhand förklaras med att svenska investerare under senare delen av 1980-talet gav sig ut i Europa och investerade i fastigheter, tillsammans med svenska banker och svenska rådgivare och värderare. Konsekvenserna av detta är välkända: stora ekonomiska förluster och problem för bankerna. Sedan slutet av 1990-talet har kapitalströmmarna vänt och Sverige har under de första åren på 2000-talet utvecklats till ett populärt land att investera i, se figur 4. Populariteten kan förklaras med en kombination av faktorer, från politisk och finansiell stabilitet till förhållandevis god transparens och låga transaktionskostnader.

Det stora inflödet av kapital från andra länder skapade dock en ny problematik när de utländska investerarna och finansörerna efter år 2008 hastigt återvände till hemländerna, se figur 4. Fastighetsägarnas svårigheter att refinansiera de lån som förfaller till betalning framstår nu som en betydande risk.

Tittar vi, som Kärrlander (2008)⁹, tillbaka på de stora finansiella kriser som uppstått sedan 1700-talet så kan vi se att vissa förhållanden återkommer. Det verkar finnas en "fastighetskrisernas anatomi". Krisen inleds med en kreditexpansion som kombineras med en "aggressiv" utlåning, ofta med fastigheter som underliggande säkerheter. I krisernas mognadsfas finns ofta en utbredd tro på "den nya ekonomin".

De lärdomar vi kan dra av krisen 1990 och andra kriser är bland annat följande:

- Längre perioder med kreditexpansion och stigande fastighetspriser som avsevärt avviker från tillväxten i samhället, det vill säga ekonomin i stort, är en grogrund för fastighets- och finanskriser.
- Omfattande hävstångsrelaterade finansiella upplägg, exempelvis fastighetsinvesteringar med hög andel lånat kapital, skapar stora finansiella risker.
- Längre tider med stigande fastighetspriser skapar en situation där investerare från andra branscher än fastighetsbranschen dras till sektorn. De använder inte alltid gängse kalkylmodeller och sätt att tänka. Det kan bero på att investerare från andra branscher kan ha bristfällig erfarenhet från fastighetsbranschen och bristande kunskaper om hur branschlogiken för exempelvis kassaflöden och marknadsvärden ser ut på lite längre sikt. När kraven på direktavkastning generellt hamnar under en viss gräns tenderar vissa långsiktiga investerare att dra sig från marknaden.

9 Se även Reinhart & Rogoff, 2009.

- Det är komplicerade finansiella instrument som skapar grogrunden för kriser, och instrumenten hanteras i större utsträckning av individer som inte har full förståelse för instrumentens grundläggande mekanismer. Exemplet kan vara den kris i USA som utlöstes av utlåningen till betalningssvaga hushåll ("den så kallade sub-primekrisen").

Till ovanstående kan läggas att omfattande institutionella förändringar, som i Sverige runt år 1990, skapar en delvis ny spelplan som påverkar aktörernas beslutsprocesser. Avregleringen av kreditmarknaden tillsammans med omfattande bostadssubventioner och en radikal skattereform bidrog till att skapa delvis helt nya förutsättningar för fastighetsinvesteringar.

Ovan indikeras att det finns grundläggande förlopp i de flesta kriser. Dessa förlopp bör studeras närmare i ett historiskt perspektiv för att vi i ett tidigare skede ska kunna identifiera olika typer av risker.

FRÅN FASTIGHETS- TILL BANKKRIS

Kopplar vi samman tankemodellen med beskrivningen av fastighetskrisernas förlopp så framträder ett antal förhållanden som belyser hur den kommersiella fastighetssektorn kan påverka det finansiella systemet och den finansiella stabiliteten.

För det första är svängningarna i avkastning och värdeförändring betydligt större inom den kommersiella fastighetssektorn jämfört med bostadssektorn. I fastighetssektorn uppstår direkt tomma lokaler när arbetslösheten växer medan bostadssektorn är mer stabil eftersom bostäder mer har karaktären av nödvändighetsvara.

För det andra faller fastighetspriserna redan genom förväntningarna om stigande vakanser. De fallande fastighetspriserna kan utlösa en omförhandling av lånevillkoren enligt särskilda paragrafer (covenanter) i lånekontrakten. Erfarenheten i Sverige är dock att bankerna är försiktiga med att försämla lånevillkoren eftersom det kan skapa ytterligare värdefall och realiserade förluster.

För det tredje så fäster bankerna stor vikt vid ett positivt kassaflöde. Så länge som kassaflödet är positivt och förväntas vara så i framtiden så kan man bortse från ett negativt eget kapital, om det förväntas vara av övergående natur.

Kassaflödet är nyckelfaktorn i processen när en fastighetskris övergår i en bankkris. Kassaflödet bestäms i huvudsak av hyrorna, belåningsgraden och den nominella räntan. Den nominella räntan kan Riksbanken påverka genom en aktiv penningpolitik. Belåningsgraden är en produkt av riskavvägningar i det finansiella systemet. Hyresvillkoren formuleras av parterna på hyresmarknaden.

GENERELLA RISKER VID FINANSIERING MED LÅNAT KAPITAL

Grundläggande för en riskbedömning avseende kommersiella fastigheter är den reala ekonomin och hur den avspeglas i vakanser, hyresvillkor, nyproducerade loka-

ler etc. När finansieringen sker med lånat kapital tillkommer en finansiell risk.

Det finns framför allt två risker vid finansiering med lånat kapital. Den första risken ligger i relationen mellan marknadsvärdet och lånebeloppet. Vid kraftiga värdefall som 1990–1993 kan lån med sämre säkerhet komma att sakna täckning samtidigt som det egna kapitalet är uttraderat. Detta ställs på sin spets när lånen vid löptidens slut ska sättas om, men det kan även ha betydelse för bankernas policy och hantering under löpande kredittid mot bakgrund av gällande låne- och kreditvillkor, så kallade covenant. Alltså är belåningsgraderna och fastighetsprisernas förväntade variation generellt en viktig parameter vid kreditbedömning.

Just nu – hösten 2010 – är den mest aktuella frågan hur den del av fastighetsbeståndet som finansierats med kapital från andra länder kommer att refinansieras när ett antal utländska banker har dragit sig tillbaka till sina hemländer. Behovet av att refinansiera lån där utländska banker har varit inblandade kan skattas till 100–150 miljarder med omsättningstidpunkt i huvudsak 2010–2013.

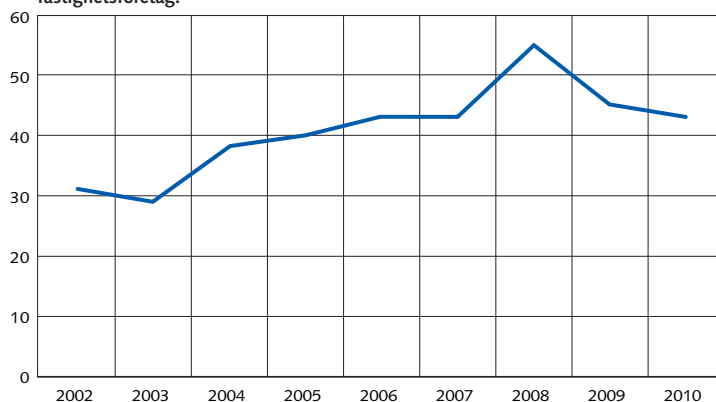
Den andra risken är att fastigheternas avkastning eller förräntningsutrymme (driftnetto minus investeringar) på kort och lång sikt inte räcker till för att betala räntor samt amorteringar på lån och dessutom ge eget kapital en förräntning. Det ger med andra ord ett negativt kassaflöde. Orsakerna till det negativa kassaflödet kan vara flera. För det första att vakanserna ökar och att hyrorna faller och för det andra att lånevillkoren ändras. Risken i detta avseende kopplas till lånens löptider, förfallostruktur och villkor i övrigt.

RISKER MED HÖG BELÅNINGSGRAD OCH KORTA RÄNTEBINDNINGSTIDER

Svenska börsnoterade fastighetsföretag har i internationell jämförelse en relativt hög belåningsgrad (låg soliditet¹⁰) räknat som lånat kapital i relation till marknadsvärde. Allt annat lika innebär det en större känslighet för förändrade finansiella och affärs-mässiga förhållanden. Figur 9 återger den genomsnittliga belåningsgradens (Loan To Value, LTV, ratio) utveckling för europeiska börsnoterade fastighetsbolag.

10 Soliditet är andelen eget kapital i förhållande till totala tillgångar.

Figur 9. Belåningsgrad, LTV, i genomsnitt för åren 2002–2010 för europeiska fastighetsföretag.



Källa: EPRA Research 2010b.¹¹

Av figuren kan vi se att belåningsgraden ökat från runt 30 procent i början av 2000-talet till så högt som 55 procent år 2008. Därefter har belåningsgraden fallit tillbaka till strax över 40 procent. En sannolik förklaring till tendensen med något stigande LTV är de förhållandevis låga räntorna under den aktuella perioden. Ytterligare en förklaring till toppen i belåningsgrad år 2008 är sannolikt de väsentliga nedjusteringar av marknadsvärden som skedde i europeiska fastighetsbolag i samband med den finansiella krisen 2008–2009, som vi diskuterar nedan. Annorlunda uttryckt, om skulderna är konstanta så ökar LTV vid nedjusteringar av marknadsvärdet.

Vidare är det viktigt att notera att valet av population för denna typ av undersökningar kan ge mycket olika utfall. De svenska noterade fastighetsbolagens belåningsgrad uppgår för närvarande till ca 60–65 procent. Inom detta intervall har de noterade företagen pendlat sedan år 2000. Fastighetsbolagen i Storbritannien och Kontinentaleuropa, som alltså har en belåningsgrad kring 40 procent, har justerat ned värdena på sina fastighetsinnehav betydligt mer än de svenska noterade företagen under krisåren 2008 och 2009. I vilken utsträckning den relativt höga svenska belåningen uppvägs av institutionella faktorer och bättre transparens¹² är det svårt att uttala sig om. I Storbritannien redovisas sänkta marknadsvärden med i storleksordningen 30–40 procent under dessa år. Motsvarande sänkning i Kontinentaleuropa var i genomsnitt 10–15 procent. Variationerna är dock stora mellan bolag

¹¹ Se även resultat i Ooi, 2003, som tyder på att internationella fastighetsbolag har lägre belåningsgrad än svenska noterade fastighetsbolag..

¹² Jones Lang LaSalle, 2010, mäter och sätter in Sveriges fastighetsmarknad i ett internationellt perspektiv avseende transparens.

och länder¹³. I Sverige justerades marknadsvärdena ner med igenomsnitt 5 procent medan man i Svenskt fastighetsindex bedömde värdefallet till 11 procent mellan åren 2008 och 2009.

Här vill vi också nämna det faktum att ett fåtal aktörer kan kontrollera de stora noterade fastighetsföretagen, eller olika grupper av sådana företag. Det kan innebära en risk, om dessa ägarintressen skulle vara högre belånade än branschen i genomsnitt. Det är svårare att analysera soliditeten hos sådana ägargrupperingar än hos exempelvis de börsnoterade företagen eller de kommunala bostadsföretagen. Ett fåtal högt belånade aktörer kan innebära en risk för den finansiella stabiliteten. Det kan illustreras av de så kallade subprimelånen i USA. Många bedömare ansåg att det visserligen fanns risker i denna långivning men avfärdade att det skulle finnas systemfarliga risker eftersom det var fråga om relativt små volymer. Trots detta ledde låntagarnas låga soliditet till en finansiell kris.

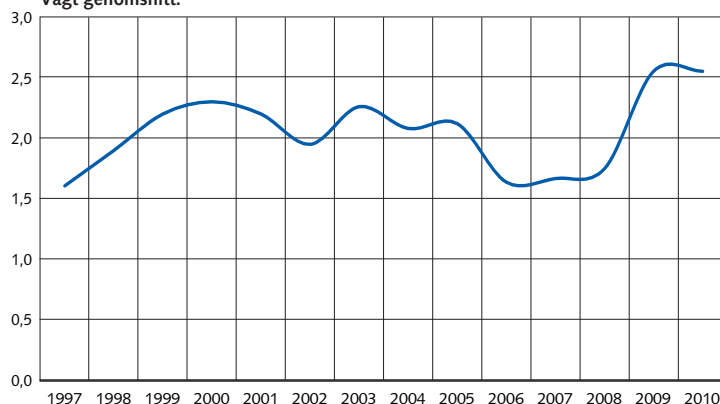
Ytterligare ett exempel på att hög belåning kan utlösa finanskriser är finansbolaget Nyckelns krasch i början av 1990-talet. När Nyckeln kraschade uppdagades vad som i dag kan kallas för ett systemfel. Det visade sig att ett stort antal stora fastighetsföretag drevs med ett negativt kassaflöde. Finansieringen byggde på lånade pengar med stigande marknadsvärden som grund.

De svenska kommunala bostadsföretagen är ofta dominerande på de lokala marknaderna för hyrda bostäder och deras agerande blir allt mer affärsmässigt. Deras soliditet har också ökat. Under perioden 1992–2009 har belåningsgraden baserat på marknadsvärden minskat från ca 70–75 procent till ca 50 – 60 procent. Detta gäller främst stora företag i större städer.

När fastighetsbolagen har en hög belåningsgrad blir räntebindningstiderna en riskfaktor, främst för de enskilda bolagen, men även för den finansiella stabiliteten. Kort räntebindningstid i kombination med hög belåningsgrad innebär att företagen kan få problem om räntan stiger. Om hela kollektivet av fastighetsföretag skulle ha en mycket kort räntebindningsstruktur så kan oförutsedda kraftiga ökningar av räntekostnaderna leda till att alla dessa företag får problem samtidigt. Detta skulle i sin tur kunna utlösa kedjereaktioner, och sådana kedjereaktioner kan få negativ inverkan på den finansiella stabiliteten. Räntebindningstiderna i dessa företag pendlar mellan 1,5 och 2,5 år, sett över en längre tidsperiod (1997–2010), vilket framgår av figur 10. Siffrorna utgår från bolagens kommunicerade räntebindning och tar hänsyn till eventuella swap-avtal.

13 Baserat på analyser av noterade fastighetsbolag i Europa. I urvalet inkluderades de fastighetsbolag som utgjorde de tjugo största börsvärdena för fastighetsbolag i början av år 2006, varvid de svenska bolag som ingick i detta urval exkluderades.

Figur 10. Genomsnittlig räntebindning (år) för de noterade fastighetsbolagen i Sverige 1997–2010. Vägt genomsnitt.



Källa: Leimdörfer.

Fastighetsrapport (2010) gör bedömningen att endast ett fåtal av de noterade fastighetsbolagen i Sverige har en betydande räntekänslighet. Detta skulle tala för att några procentenheters förändringar i räntekostnadsnivåerna inte skulle innebära någon större risk för dessa bolag i nuläget. Fastighetsrapports analys pekar på att det behövs räntekostnadsnivåer på uppåt 6 procent innan ett större antal av dessa bolag får problem att betala räntorna. Vid ingången av år 2010 var den genomsnittliga räntan på de noterade fastighetsbolagens lån knappt 3,5 procent. Vid utgången av tredje kvartalet 2010 hade denna räntekostnad stigit till ca 3,7 procent¹⁴. De beskrivna räntekostnadsnivåerna inrymmer effekter av derivat.

Fastighetsbolagen genererar medel till ränta på lånat kapital och förräntning på eget kapital i första hand via direktavkastning och i andra hand via värdetillväxt. De börsnoterade fastighetsbolagen redovisar för 2009 en genomsnittlig direktavkastning på 6 procent. Detta är långsiktigt en relativt stabil nivå, se figur 8. Om vi inkluderar värdetillväxten hamnar totalavkastningen några procentenheter högre. Variationerna i värdetillväxt är dock stora över tid, vilket gör att investering och finansiering blir en fråga om att kunna tolka tidiga signaler och hitta lämpliga tidpunkter.

Det verkliga utrymmet att förränta kapital är en ständigt återkommande diskussionspunkt när resultaten från Svenskt Fastighetsindex redovisas. Redovisningarna visar ofta att den faktiskt uppnådda avkastningen är lägre än den som gånge antas i branschen. Investerarnas och fastighetsvärderarnas optimism uttrycks i främst låga antaganden om vakanser, drift, underhåll och moderniseringsbehov. Optimismen kan förstärka prisökningen i en uppåtgående marknad, men också dämpa priset i en nedåtgående marknad.

¹⁴ Uppgifter från Leimdörfer.

EFFEKTER AV UTÖKAD SAMVERKAN MELLAN PRIVAT OCH OFFENTLIG SEKTOR

Newell & Peng (2008) beskriver en trend att pensionsfonder och andra långsiktiga placerare söker alternativ och komplement till fastigheter i form av infrastrukturprojekt som vägar, järnvägar, VA-anläggningar, vindkraftsanläggningar, satelliter för telecom etc. Många av dessa investeringsobjekt drivs genom partnerskap mellan den offentliga och privata sektorn med långa och säkerställda kontrakt som är attraktiva för investerare. Liknande motiv finns för privata företag, exempelvis Kungshuset i Stockholm AB, som köper den offentliga sektorns verksamhetsfastigheter för att sedan hyra ut dem till säljaren. Det innebär att den offentliga sektorn är part i en så kallad sale-leasebacktransaktion.

Alla former av så kallad offentlig–privat samverkan (OPS) har som karaktäristiskt drag att de inrymmer långa kontrakt med en särskild part – offentlig eller privat – som finansierar. Ett typiskt exempel är Karolinska Institutet i Stockholm. Där omfattar byggnadsinvesteringen åtskilliga miljarder kronor och det finns tjocka kontraktsbilagor som ska säkerställa vad som ska hända med fastighetskapitalet i takt med att verksamheterna i lokalerna förändras.

Än så länge är den ovan beskrivna affärsverksamheten av relativt liten omfattning, men den kan förväntas växa. Affärerna har långa kontrakt, och det är svårt att förutse hur handeln med de underliggande kontrakten kommer att utvecklas. Det är också för tidigt att uttala sig om i vilken utsträckning denna typ av affärsverksamhet får en utformning och dignitet som kan påverka den finansiella stabiliteten.

RISKER KOPPLADE TILL FASTIGHETER SOM INGÅR I FONDER

En annan typ av branschglidning är att en allt större del av investeringsmarknadens fastigheter förpackas i fonder, men att fonderna inte börsnoteras. En del av affärsidén med dessa fonder är att exponera fonderna mot olika grad av risk. Detta kan leda till ett ökat flockbeteende när en större del av marknaden har likartade bevekelsegrunder för sitt agerande.

FASTIGHETSBOLAGEN PÅ BÖRSEN

Ett flertal studier¹⁵ som publicerats de senaste åren indikerar att den publika handeln med fastighetsaktier ger kursrörelser som med ett antal månaders framförhållning förebådar förändringar på marknaden för direktägda fastigheter. Ett budskap i sådana studier är dock att kursrörelserna, bland annat på grund av hävstångseffekter, tenderar att överskatta prISRörelserna i de underliggande fastighetstillgångarna¹⁶.

15 Följande fem källor exemplifierar frågeställningen: 1) EPRA Research, 2010 2) Morgan Stanley research presenterad i *EPRA News – March 2009* 3) Deutsche Bank report *RREEF Research – Global Real Estate Securities – January 2007* 4) Cohen & Steers research presenterad i *EPRA Pressrelease April 20, 2009* 5) EPRA Research, 2009.

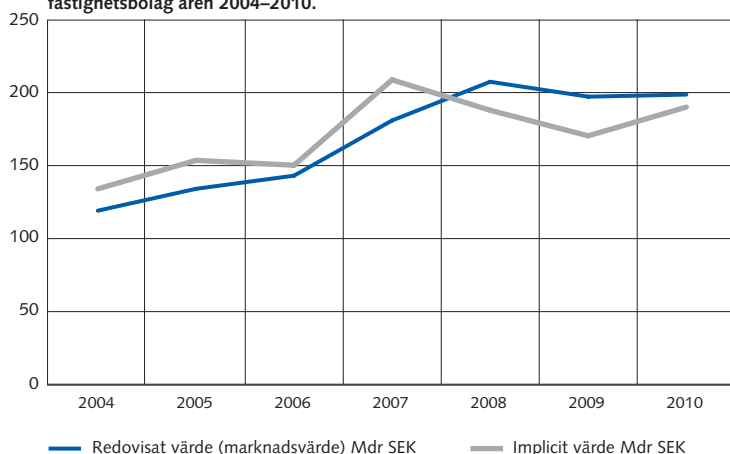
16 Se bland annat EPRA Research, 2010.

De bakomliggande orsakerna till att börsen har ett signalvärde finns att söka i de trögheter som finns i transaktionsprocessen på marknaden för direktägda fastigheter i kombination med att transparensen på börsen i vissa avseenden är betydligt bättre jämfört med fastighetsmarknaden. Dock kan man ifrågasätta transparensen när det gäller den finansiella rapporteringen.¹⁷ Det gäller tillämpade värderingsmetoder, väsentliga antaganden i bolagens fastighetsvärderingar samt kopplingen mellan bedömda marknadsvärden och noterade transaktionspriser.

De finansiella rapporternas brist på adekvat information om bakomliggande antaganden i värderingarna minskar möjligheterna för investerare att fatta rationellt grundade investeringsbeslut. Olika studier visar på stora osäkerhetsintervall vid bedömningen av marknadsvärdet på fastigheter. Olika bedömare kan, med andra ord, komma till skilda slutsatser om vad marknadsvärdet uppgår till för en fastighet eller ett fastighetsbestånd. Detta kan i sin tur ha väsentlig betydelse för hur en användare av finansiella rapporter bedömer ett visst bolags finansiella styrka.¹⁸

Korrelationen mellan index för de svenska fastighetsbolagen och värdet för de underliggande fastighetstillgångarna illustreras i figur 11.

Figur 11. Förhållandet mellan redovisat värde och implicit värde i noterade fastighetsbolag åren 2004–2010.



Källa: Leimdörfer.

Av figuren framgår att de implicita värdena på underliggande fastigheter över tiden varierar runt de redovisade värdena (marknadsvärdena). Över- eller undervärderingen uppgår till ca 15 procent.

Observera dock att figur 11 endast visar en observation per år. Tättare observationer skulle visa en större variation i de implicita fastighetsvärdena.

¹⁷ Jämför information i fastighetsbolags årsredovisningar med bedömda behov av information i detta avseende diskuterad i Nordlund, 2010.

¹⁸ Se bland annat diskussioner i Nordlund, 2008.

Internationella studier har uppmätt korrelationen mellan prissättningen på fastighetsaktier och underliggande fastighetstillgångar mätt över olika tidsperioder. Vissa av dessa studier ger vid handen att sambandet är förhållandevis starkt mellan prissättningen på fastighetsaktier och värdet på underliggande fastighetstillgångar, framför allt på några års sikt. Detta kan också uttryckas som att priset på fastighetsaktier långsiktigt drivs av värdet eller avkastningen på de underliggande fastighetstillgångarna¹⁹. Enligt vår uppfattning innebär detta att man inte kan bortse från utvecklingen av priserna på noterade fastighetsaktier vid bedömningen av den underliggande fastighetsmarknaden.

5 Institutionella förhållanden och finansiell stabilitet

I detta avsnitt diskuteras ett antal institutionella förhållanden som kan påverka den finansiella stabiliteten i såväl positiv som negativ riktning. Med institutionella förhållanden avses här formella regelverk i den kommersiella fastighetssektorn, i kombination med förfaranden och kulturer. Genomgående är det dock svårt att bedöma vilka effekter enskilda regler av institutionell art får på den finansiella stabiliteten.

HARMONISERING AV VÄRDERINGSFÖRFARANDEN

Sverige har sedan 1994 en frivillig auktorisation av fastighetsvärderare. Effekten är att de som värderar kommersiella fastigheter i stor utsträckning är auktoriserade. Många av dessa har högskoleutbildning inom området och för nya auktorisationer är högskoleutbildning ett krav. Svenska värderare kan också auktoriseras via ett brittiskt system drivet av Royal Institute of Chartered Surveyors. I takt med att fastighetsmarknaden globaliseras kan den svenska auktorisationen komma att successivt spela en allt mindre roll, åtminstone i situationer där internationella aktörer är inblandade.

Världen runt pågår ett omfattande arbete med att harmonisera såväl begreppsapparaten som själva processen för fastighetsvärdering. Arbetet bedrivs av kåren värderare via organisationer som International Valuation Standards Committee/Board (IVSC/IVSB), Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS), Appraisal Institute (AI) och The European Group of Valuers Association (TeGoVA), men också av organisationer relaterade till redovisning som International Accounting Standards Board (IASB) och av bankverksamheter som The European Mortgage Federation (EMF).

Det är uppenbart att gemensamma begrepp och förfaranden skapar ökad transparens, men det finns också en uppenbar risk att en långt driven harmonisering leder till flockbeteenden när den globala värderarkåren har allt mer likartad utbildning, läser samma böcker, följer samma anvisningar och använder samma analys-

¹⁹ Se bland annat EPRA Research, 2010, och EPRA Research, 2009.

modeller. Flockbeteenden på den kommersiella fastighetsmarknaden kan i värsta fall påverka den finansiella stabiliteten.

FÖRÄNDRINGAR I SVENSKT FASTIGHETSINDEX

Ett svenskt fastighetsindex etablerades år 1997. Initiativet kom från de två stora pensionsförvaltarna AP och SPP. Svenskt Fastighetsindex har haft stor betydelse för att skapa en gemensam begreppsapparat och ökade krav på professionalitet. Indexet uppdateras årsvis och baseras på verkliga rapporterade driftnetton i kombination med bedömda marknadsvärden vid årsskiften. Men Svenskt Fastighetsindex fungerar inte problemfritt som signalbärare för förhållanden som kan rubba den finansiella stabiliteten. Problemen kan sammanfattas på följande sätt

- 1-årsintervallet för uppdatering är för långt. Månad eller kvartal vore önskvärt.
- Marknadstäckningen är i ett internationellt perspektiv relativt låg – cirka 25 procent. Det vore bra om fler företag ingick i indexet.²⁰
- Kapitalförändringarna i avkastningsindex bedöms via fastighetsvärderingar, vilket ger både "smoothing" och "lagging" i siffrorna.

Att alternativ till Sveriges värderingsbaserade index är ett transaktionsbaserat index. I USA finns ett sådant fastighetsindex för kommersiella fastigheter baserat på köpepar. Indexet administreras av MIT och täcker hela USA. Det transaktionsbaserade indexet visar generellt en större volatilitet jämfört med det värderingsbaserade. En förutsättning för indexet är dock att det täcker större marknader för att på så sätt ge ett relevant underlag till den information som lämnas. Ett värderingsbaserat index administreras i USA av NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries).

NYA REDOVISNINGSGREGLER SOM PÅVERKAR FASTIGHETSBRANSCHEN – IFRS

Den internationella redovisningsstandarden IFRS (International Financial Reporting Standards) infördes i Sverige år 2005. Syftet var att öka transparensen i de finansiella rapporterna och därmed förbättra beslutsunderlagen för rapporternas användare. Den primära användargruppen är i nuläget investerare som tillför riskkapital, men även banker med flera. De skulle få bättre beslutsunderlag genom att olika tillgångslag – bland annat fastigheter i noterade bolag – värderades till marknadsvärdet i den finansiella rapporteringen.

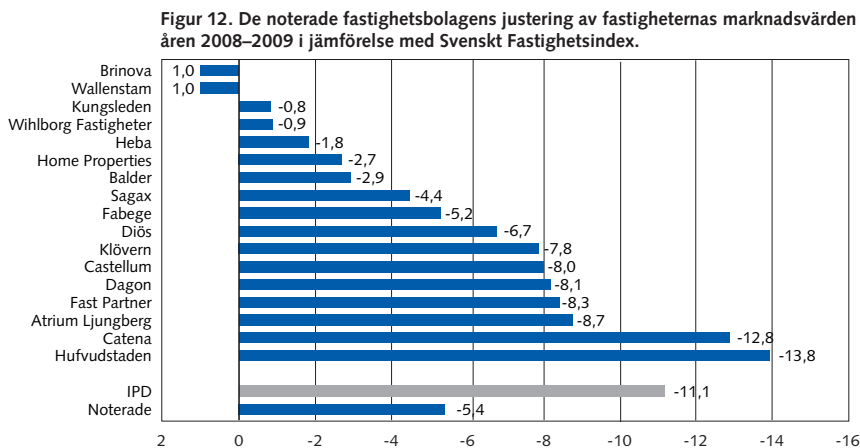
Effekterna för de börsnoterade fastighetsbolagen har varit blandade. Åren 2005–2007 diskuterades inte fastighetsvärdering i någon större utsträckning efter-

20 För närvarande domineras indexet av institutionella investerare som Vasakronan och Diligentia. Inget börsnoterat företag ingår i indexunderlaget.

som marknadsvärdena steg med upp till tvåsiffriga belopp och eftersom värdeförändringen kunde adderas till resultaträkningen med de nya IFRS-reglerna.

Hösten 2008 upphörde i stort sett all aktivitet på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden, det vill säga nästan inga fastigheter bytte ägare. Det innebar att man endast kunde göra ett fåtal prisobservationer, och en diskussion uppstod om hur fastigheter skulle värderas när det inte fanns tillräckligt med prisobservationer på den direkta fastighetsmarknaden att jämföra med. En fråga var om man kunde dra några slutsatser av handeln med aktier i börsnoterade företag, alltså om man via framräknade implicita värden kunde få vägledning vid bedömning av de underliggande fastighetstillgångarnas marknadsvärde. Aktiekurserna indikerade under en period ett värdefall på 20 till 25 procent för fastigheter, men många företrädare för fastighetsbolagen hävdade att aktiemarknaden och fastighetsmarknaden är två skilda saker.

De börsnoterade fastighetsbolagen justerade ned de verkliga värdena till en nivå om 5–6 procent under åren 2008–2009, dock med stora variationer mellan olika bolag. I figur 12 nedan redovisas en jämförelse av nedjusteringarna av marknadsvärden för år 2008 och 2009 mellan de börsnoterade fastighetsbolagen och de bolag som ingår i Svenskt Fastighetsindex.



Källa: IPD Svenskt Fastighetsindex.

Tillämpningen av IFRS fick i den rådande situationen till följd att objektiva marknadsvärdesbedömningar ersattes med subjektiva uppfattningar om värdenivåerna. Bedömningarna ledde dock inte till några transaktioner. Bankerna lånade inte ut och många tilltänkta affärer kunde inte finansieras av köparna. Man kan då fråga sig vilken nivå "de verkliga marknadsvärdena" uppgick till. En slutsats är dock att IFRS inte ökade transparensen.

För- och nackdelar med att redovisa marknadsvärde i finansiella rapporter

I finansiella rapporter finns ofta översiktlig information om vilka antaganden som bolagen har baserat sin värdebedömning på. Det gör att användarna har svårt att bedöma tillförlitligheten i de marknadsvärden som anges. En av fördelarna med att ändå ange verkliga värden (marknadsvärden) direkt i resultat- och balansräkningen är att man direkt ser det aktuella fastighetsvärdet. Alternativet är att ange historiska anskaffningsvärden, och de är i många fall inte användbara som utgångspunkt för ekonomiska analyser. Särskilt tydligt blir detta i de fall då fastigheterna anskaffades för länge sedan. En nackdel med att redovisa marknadsvärden kan vara att marknadsvärdenas kraftiga svängningar skulle kunna skapa beteenden som förstärker såväl upp- som nedgångar på fastighetsmarknaden.

Det bedömda marknadsvärdet för en enskild fastighet är alltid osäkert. Denna osäkerhet minskar inte med exempelvis förbättrade kalkylmetoder. Ett sätt att belysa osäkerheten är att ge tilläggsinformation om tillämpade metoder och bakomliggande antaganden i redovisningsrapporterna.²¹

De noterade fastighetsbolagen tillämpar i sin koncernredovisning löpande marknadsvärdering med direkt effekt i resultat- och balansräkningen. Vidare är det ganska vanligt att större kommunala bostadsföretag redovisar marknadsvärden som tilläggsinformation i årsredovisningen. Enligt ett utkast från Bokföringsnämnden till nya redovisningsregler för större företag ska dessa i framtiden upplysa om marknadsvärdet i årsredovisningen när det gäller innehav av förvaltningsfastigheter.²²

ÖKAD TRANSPARENS VID FASTIGHETSAFFÄRER

Av skattetekniska skäl genomförs för närvarande de allra flesta affärer med kommersiella fastigheter i Sverige i bolagsform. Aktier och andelar byter ägare. Det medför ofta att prisinformationen inte blir publik. Informationen stannar hos affärsparterna och de konsulter som deltar i affären. Transparensen minskar jämfört med en situation där köparen söker lagfart baserat på en köpehandling. Vid fastighetsaffärer i bolagsform saknas ofta information om till exempel bedömningar av underliggande fastighetsvärden, faktiska och kalkylerade driftnetton samt den värdering som gjorts av uppskjuten skatt. Detta försvårar en extern analys av underliggande fastighetsvärden. Ofta saknar man också kunskap om förekomsten av "mjuka lån"²³, säljarreverser och hyresgarantier och om hur dessa "särvillkor" har påverkat priset. Denna brist på information kan i sin tur leda till att främst analytikernas information om transaktionerna blir svårgenomtränglig och att en risk för

²¹ Se vidare diskussioner i Nordlund, 2008.

²² Förvaltningsfastigheter är fastigheter som innehas i syfte att generera hyresintäkter och/eller värdestegring. Se Bokföringsnämndens utkast till regelverk för företag som är större företag enligt definition i årsredovisningslagen.

²³ Lån där villkoren avviker från marknadsmässiga villkor vad avser amortering och/eller räntenivå.

feltolkningar uppstår. Om priset på en underliggande fastighetstillgång har påverkats av exempelvis förmånliga lånevillkor eller hyresgarantier, borde det uppnådda priset justeras med hänsyn till dem²⁴ innan det används som jämförelse vid fastighetsvärderingar. Om man inte gör sådana justeringar av "jämförelseköp" finns det en risk för att dessa affärer skapar en konsensusuppfattning på marknaden om att marknadspriserna på sålda fastigheter är högre än de i verkligheten är. Ytterligare en risk, om förhandlingar med villkor blir vanliga, är att både förhandlade priser och värderingar till slut saknar förankring i hållbara fundament.

REITS SOM INSTRUMENT FÖR ATT SKAPA STABILITET

I USA lanserades år 1960 publika fastighetsfonder i form av REITs (Real Estate Investment Trusts) med syftet att skapa en transparent ägarform där risk och avkastning på olika sätt låstes in till gagn för såväl privatpersoner som professionella investerare. En grundtanke var också att skapa en institutionell ram som gynnade finansiering med eget kapital. En relativt hög soliditet skulle skapa stabila finansiella förhållanden.

En speciell och avgörande regel för REITs i USA är att avkastningen enkelbeskattas. Företagen betalar inte någon skatt om de delar ut minst 90 procent av vinsten. Därutöver finns det regler som förhindrar att fonden får dominerande ägare vars aktier inte handlas och dessutom regler som begränsar möjligheterna till riskfylld expansion. Regelverket för REITs syftar sammantaget till att garantera låga transaktionskostnader, god transparens och hög likviditet. Utgångspunkten är att de som investerar i REITs ska få en riskexponering och avkastning där vissa påverkande faktorer neutraliserats. REITs stimulerar också användandet av eget kapital vid finansieringen. En övergång från främmande till eget kapital vid finansieringen av fastighetstillgångarna minskar också risken för obestånd i sektorn²⁵.

Ett 30-tal länder har infört eller är på väg att införa regelsystem som liknar REITs i USA, till exempel Australien, Canada, Storbritannien, Frankrike, Belgien, Italien, Tyskland, Holland och Finland. Det är svårt att dra några slutsatser om i vilken utsträckning dessa varianter av REITs har bidragit till finansiell stabilitet, eftersom de har funnits relativt kort tid på marknaden. USA har en längre historia med REITs, men den relativa omfattningen av REITs är där liten i förhållande till direktäggande. En klar slutsats är ändå att den lättillgängliga informationen om REITs, via forskning och utveckling, väsentligt ökat kunskapen om fastigheter som investeringsobjekt.

24 Se exempelvis reglerna i den internationella redovisningsstandarden IAS 40 – Förvaltningsfastigheter, som anger att det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet exkluderar bedömda priser som påverkats av vissa typer av icke marknadsmässiga situationer och villkor. Liknande lydelser finns också i den svenska redovisningsrekommendationen RR 24 – Förvaltningsfastigheter.

25 Se även resonemang i Jaffee, 1994.

ETT ALTERNATIVT BELÅNINGSVÄRDE

Vissa länder i Europa har infört ett särskilt belåningsvärde, ett så kallat Mortgage Lending Value som alternativ till marknadsvärdet vid belåning av fastigheter. Begreppet Mortgage Lending Value (MLV) definieras på följande sätt, nedan återgiven på engelska då det saknas en officiell svensk översättning av definitionen.²⁶

Mortgage Lending Value shall mean the value of the property as determined by a valuer making a prudent assessment of the future marketability of the property by taking into account the long term sustainable aspects of the property, the normal and local market conditions, as well as the current use and alternative possible uses of the property. Speculative elements should not be taken into account in the assessment of Mortgage Lending Value. Mortgage Lending Value should be documented in a clear and transparent way.

Enligt definitionen ska MLV alltså härledas ur långsiktiga marknadstrender och indikera ett försäljningsvärde för en fastighet vid en framtida tidpunkt med en hög grad av säkerhet.²⁷ Syftet bakom MLV synes vara att finna ett långsiktigt uthålligt värde på den fastighet som ska belånas och tanken är att MLV aldrig ska överstiga marknadsvärdet på samma fastighet.

MLV används som belåningsvärde i länder som Tyskland och Spanien.²⁸ Tyskland har tillämpat MLV sedan mycket lång tid tillbaka och där har man också en lagstiftning som reglerar hur man beräknar ett sådant värde. Uppfattningarna går dock isär när det gäller huruvida tillämpningen av MLV skulle ha en positiv inverkan på riskerna vid utlåning mot säkerhet i fastigheter²⁹. Ett uppenbart problem i sammanhanget är att förutse var den undre gränsen för marknadsvärdet ligger i ett längre framtida perspektiv³⁰ och en väsentlig risk i sammanhanget är att ett framräknat MLV kan upplevas som "säkrare" än ett bedömt marknadsvärde trots att beräkningen av MLV i praktiken torde vara behäftad med betydande problem och ha stort utrymme för godtyckliga bedömningar³¹.

I Sverige tillämpas inte MLV som underlag för belåning, åtminstone inte av de svenska bankerna. Vår bedömning är att ett införande av MLV i Sverige sannolikt inte skulle tillföra något av väsentlig betydelse för den finansiella stabiliteten.

6 Slutsatser

Här redovisar vi de väsentligaste slutsatserna om vilka förhållanden i den svenska kommersiella fastighetssektorn som kan påverka den finansiella stabiliteten. Avslut-

²⁶ European Mortgage Federation, 2009.

²⁷ Champness, 1999.

²⁸ European Mortgage Federation, 2009.

²⁹ Se bland annat diskussioner i Crosby, French & Oughton, 2000 samt Bienert & Brunauer, 2007.

³⁰ Se bland annat diskussioner i Lind & Persson, 1998, om problem kring bedömningar av olika typer av värden i långsiktiga perspektiv.

³¹ Se bland annat diskussioner i Persson, 2008.

ningsvis ger vi ett antal direkta rekommendationer om hur Riksbanken bör verka för att skapa bättre information och analysmodeller i den finansiella stabilitetsrapporten.

KARAKTÄRISTISKT FÖR DEN SVENSKA KOMMERSIELLA FASTIGHETSSEKTORN

Sveriges kommersiella fastighetssektor är i allt väsentligt lokaliserad till storstadsregionerna. Stockholmsregionen står för 50 procent av marknadens kapitalvärde och omsättning och tillsammans med Göteborgs- och Malmöregionerna är andelen 75 procent. Analyserna av risker och finansiell stabilitet kan därför koncentreras till Stockholm, Göteborg och Malmö.

Fastighetscykeln, med kopplingar mellan kapitalmarknaden, hyresmarknaden, fastighetsmarknaden och byggmarknaden, drivs till övervägande del av den ekonomiska tillväxten. Tillgången till makrostatistik är också god. Vad som kan förbättras är informationen om tillväxt och tillväxt drivande faktorer på främst regional och lokal nivå.

Sverige har med ett omvärldsperspektiv en delvis unik situation med totalhyra för en övervägande del av både bostäder och lokaler. Jämfört med länder som har nettohyra (så kallad "kallhyra") kan man därför förvänta sig högre volatilitet för driftnetto och marknadsvärden i Sverige.

De svenska kommersiella fastigheterna har de senaste 30 åren successivt fått formen av finansiella placeringsobjekt. Den gamla byggmästartanken med eget byggande och förvaltning parat med en stor andel eget kapital har efter hand ersatts av en funktionsuppdelning där kapitalet är mer lätttrörligt och där kortsiktiga aktörer har ökat sin andel av ägandet. Svängningarna i fastighetspriserna kan då förväntas öka.

Den kommersiella fastighetssektorn utgör i kapitalvärde ca 20 procent av bostadssektorn (villafastigheter och bostadsrättslägenheter). Svängningarna i hyror och kapitalvärden kan dock förväntas vara mycket större i den kommersiella sektorn jämfört med sektorn för privatbostäder.

AKTUELLA RISKER FÖR DEN FINANSIELLA STABILITETEN

Den bank- och fastighetskris som blommade ut 1990 berodde till stor del på speciella förhållanden inom Sverige. Den största latent risk för den kommersiella fastighetsmarknaden just nu – hösten 2010 – ligger dock utanför Sverige i en global recession. Recessionen kan skapa en ökad arbetslöshet med följd att vakanserna ökar, vilket i sin tur kan få hyror och fastighetspriser att falla. Det är dock svårt att bedöma hur trolig den utvecklingen är, liksom vilka effekterna skulle bli för den finansiella stabiliteten.

Just nu finns en latent risk på den amerikanska marknaden för kommersiella fastigheter. Fastighetspriserna har fallit med 40 procent under en tidsperiod av två år.

Risken för större fallissemang är stor eftersom en betydande del av lånestocken ska omsättas de kommande åren. Lånebeloppen överstiger i många fall fastigheternas marknadsvärden och det egna kapitalet är därmed uttraderat. Långivarna kommer med de nuvarande marknadsvärdenivåerna att redovisa kapitalförluster som i vissa fall också måste realiseras.

Sverige är en låginflationsekonomi, och i det perspektivet är det värt att notera de reala mönster för värdeutveckling som kan konstateras utifrån historiska erfarenheter. Mellan 1970 och 1981 upplevde Sverige en generell real nedgång i hyreshuspriserna³² om ca 40–45 procent. Under fastighetskrisen i början av 1990-talet var också den reala nedgången ca 40 procent.³³ Dessa historiska reala mönster när det gäller fastighetsvärden i Sverige, samt den kraftiga nedgång som skett i USA och i Storbritannien, kan ställas i relation till soliditeten i de svenska börsnoterade fastighetsbolagen. I genomsnitt uppgår denna soliditet i nuläget till i storleksordningen 35–40 procent. Annorlunda uttryckt kan fallande värden av samma storleksordning som tidigare innebära allvarliga problem för fastighetsbolag med en i Sverige "normal" soliditet.

De övergripande latent riskerna kan alltid diskuteras utifrån den så kallade fastighetscykeln enligt tankemodellen i figur 1. Riskerna skapas vanligtvis i de tidsmellanrum och i det informationsglapp som finns mellan olika aktiviteter, särskilt när det under en längre tid strömmar in omfattande kapital i sektorn som pressar ner avkastningskraven, höjer hyrorna och ökar andelen lånefinansiering, vilket i sin tur ger fastighetsvärden som ligger över en långsiktigt hållbar nivå.

Demografiska faktorer har sannolikt ett relativt starkt samband med den ekonomiska tillväxten på lång sikt. Många betydande ekonomier i västvärlden har en åldrande befolkning. Vissa studier visar att en åldrande befolkning normalt har en långsiktigt negativ inverkan på ekonomisk tillväxt, vilket i sin tur kan få en negativ inverkan på fastigheternas marknadsvärden³⁴.

ÖNSKVÄRDA RIKTLINJER FÖR BÄTTRE BESLUTSUNDERLAG

I nuläget är det svårt att skapa indikatorer på hur de kommersiella fastigheterna kan påverka den finansiella stabiliteten. Det beror bland annat på att det saknas tillförlitliga och jämförbara data att använda som underlag. Ett första steg är alltså att ta fram generella kriterier för hur indata från fastighetsföretagen ska presenteras.

32 Hyreshus med bostäder och/eller lokaler.

33 Turner, 2000.

34 Se bland annat Lindh & Malmberg, 2000.

Generella krav på kvalitet

För att data ska hålla kvalitet bör de vara (se bland annat Arthur (2005))

- aktuella och frekvent uppdaterade
- åtkomliga och representativa
- jämförbara och bygga på enhetliga definitioner
- lika över tid, för att skapa en lång och obruten serie.

Den strukturerade informationen om kommersiella fastigheter är i nuläget sällan aktuell eller uppdaterad när den når beslutsfattarna. Informationen är inte publik, vilket medverkar till att stora konsultföretag inom rådgivning, transaktioner och värdering har ett informationsförsprång.

Informationen är inte heller åtkomlig för beslutsfattarna i tillräckligt hög grad, eftersom den är av privat natur. Undantaget är den strukturerade information som lämnas av Svenskt Fastighetsindex och den bearbetade information som lämnas av stora konsultföretag i form av marknadsrapporter. Dagsfärs, men ostrukturerad, information om transaktioner och organisatoriska förändringar lämnas fortlöpande av företag som Fastighetsnytt AB och Fastighetsvärlden AB.

I vilken utsträckning informationen är representativ för den aktuella marknaden är ofta oklart eftersom det är okänt hur stort flödet är i varje typ av bestånd.

Informationen har blivit mer jämförbar sedan Svenskt Fastighetsindex infördes, eftersom det tvingade fram enhetliga definitioner. Hur dessa tillämpas i praktiken kan dock variera. Särskilt när man gör jämförelser mellan olika länder så bör man vara uppmärksam på att centrala begrep som hyra, vakans och direktavkastningskrav kan ha olika innebörd.

Det finns några långa och obrutna serier av information, rekonstruerade i efterhand. Ett exempel är Svenskt Fastighetsindex information om direkt- och totalavkastning på ett blandat bestånd med startår 1984, se figur 8.

Grundläggande informationsinfrastruktur

Den svenska kommersiella fastighetssektorn är inte i något avseende lika genomlyst som bostadssektorn i den offentliga statistiken. Det saknas strukturerad offentlig statistik från såväl kapitalmarknaden som hyresmarknaden, fastighetsmarknaden och byggmarknaden. Statistiken bör ge information om nyproduktion – pågående och planerad – samt ägare, fastighetspriser, avkastningskrav, hyror och vakanser samt kredittyper och kreditgivare. Relevant information måste i dagsläget sökas hos privata organisationer, till exempel Svenskt Fastighetsindex, och hos konsult-

företag.³⁵ Dessa konsultföretag har i regel samlat in sin information från den egna verksamheten inom rådgivning, transaktioner och värdering.

Det ska särskilt betonas att det saknas såväl detaljerad som övergripande information om den kommersiella fastighetssektorns finansiering när det gäller förfallostrukturer, löptider, belåningsgrader, räntenivåer, amorteringsvillkor och hur stor del av finansieringen som kommer från olika källor.

Många svenska fastighetsföretag, banker och konsulter använder sig numera av samma informationskälla – Datscha³⁶ – som underlag för bland annat direktavkastningskrav i värderingar. Datscha är ett bra verktyg med omfattande åtkomst till olika typer av marknadsinformation, men det är inte klarlagt hur all information är kvalitetssäkrad och i vilken utsträckning användningen ger utjämnings effekter på bedömningarna av bland annat fastighetsvärden. I sådana marknadsinformationssystem som Datscha framgår inte heller fullt ut vilken metod som tillämpats³⁷ för att extrahera information från marknaden, exempelvis direktavkastningskrav för olika delmarknader.

Bristen på offentlig och kvalitetssäkrad information påverkar också med stor sannolikhet de professionella analytiker som ska analysera den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. De marknadsrapporter som presenteras är snarlika till innehåll och det är till synes svårt att avvika från gängse bedömningar.

INFORMATIONSBUD SOM BÖR PRIORITERAS

En typ av information som har högsta prioritet i analysen av finansiell stabilitet är ett transaktionsbaserat hyresindex för kontor i Stockholm. Om vi utgår från att centrala Stockholm fungerar som en signalmarknad kan ett sådant index levererat på månadsbasis ha betydande karaktär av "early warning". Centrala Stockholm är i detta sammanhang en tillräckligt stor och likvid marknad för att ge ett tillförlitligt underlag till ett hyresindex.

Svenskt Fastighetsindex uppdateras för närvarande med ettårsintervaller. Signalvärdet är då begränsat när siffrorna publiceras. Ett kvartalsindex eller allra helst ett månatligt index skulle öka värdet av informationen. Ett frekventare index kan ge underlag till finansiella produkter som i sin tur kan handlas och öka informationsutbudet avseende marknadsvärdet på underliggande fastigheter.

Ett annat grundläggande problem är att transaktionerna ofta görs i bolagsform av skattetekniska skäl. Effekten blir att information om priser och prispåverkande

35 Till exempel diversifierade företag som CBRE, DTZ, JLL, Leimdörfer, NAI Svefa, NewSec, Savills och Pangea Property Partners eller företag specialiserade på bygg- och fastighetsinformation som Bygganalys AB.

36 Datscha är ett verktyg utvecklat och ägt inom Strongholdkoncernen där också Newsec AB ingår. Vidare är Datscha en webbaserad plattform för marknadsinformation m.m. från bland annat Newsec, Forum och DTZ.

37 För ytterligare diskussion om tillämpade värderingsmetoder vid fastighetsvärdering, se bland annat Lind & Nordlund 2010.

faktorer hamnar hos ett fåtal närmast berörda aktörer. Detta minskar transparensen och ökar risken för felaktig information. En ändring i skattelagstiftningen skulle alltså kunna öka kvaliteten på informationen på den kommersiella fastighetsmarknaden.

För att såväl Riksbanken som analytikerna på den kommersiella fastighetsmarknaden ska kunna göra en systematisk och fortlöpande uppföljning av fastighetsboken på börsen behöver man detaljerad information om väl definierade variabler. Det gäller även uppföljningen av implicit värde på underliggande fastighetstillgångar. Sådana uppföljningar skulle ge tidig och därmed värdefull information om den underliggande fastighetsmarknaden.

Förändringar i vakansnivåer för olika segment av fastighetsmarknaden fungerar i regel som en tidig signal om förändrade relationer mellan utbud och efterfrågan. Fastighetskonsultbranschen har dock utvecklat olika metoder för mätning av vakanter och man redovisar därför vakanstal som skiljer sig åt för samma marknadssegment. Det är eftersträfvansvärt att skapa gemensamma definitioner och en gemensam metod för mätning, för att vakanserna ska kunna användas som indikator.

Svängningar i hyror och fastighetspriser orsakas bland annat av bristande kunskap om utbudet i stocken och om kommande nyproduktion. Ökad kunskap om konkurrerande utbud skulle kunna leda till bättre beslutsunderlag för byggherrar, investerare, finansörer och inte minst för hyresgästerna.

Riksbanken skulle ha stor nytta av uppdaterade referensvärden³⁸ i form av längre serier för direktavkastning och bruttokapitalisering (fastighetsvärde/hyra). Sådana värden ger samma typ av information som P/E-tal från aktiebörsen. När exempelvis direktavkastningen sjunker under ett tröskelvärde för en viss marknad kan det vara tecken på instabilitet.

Analys av efterfrågan på lokaler baseras på en uppfattning om olika branschers framtid. Det handlar något förenklat om olika tjänstesektors utveckling – antal företag och arbetsplatser, utrymmesbehov samt betalningsförmåga. Den typen av information kan ge tidiga signaler om utvecklingen på hyres-, fastighets- och byggmarknaderna.

HUR STABILITETSRAPPORTERNA KAN UTVECKLAS

Den del av Riksbankens stabilitetsrapporter som behandlar kommersiella fastigheter, kan främst utvecklas med prioriterad information enligt ovan. Informationen bör dock tydligare sättas in i en utvecklad analysmodell, exempelvis med utgångspunkt tankemodellen från figur 1.

Med ett ökat modelltänkande kan också den tidiga identifieringen av stabilitetsrubbande förhållanden förbättras. En del av modelltänkandet gäller kopplingarna

³⁸ Se definition samt diskussion om referensvärde i Nordlund, 2008.

mellan makro och mikro. Här finns en generell fråga för hela branschen. Hur ser kopplingarna ut mellan å ena sidan makrovariabler som tillväxt och ränta (realt och nominellt) och å andra sidan hyresnivåer, vakanser, fastighetspriser och byggande? Hur påverkar förändringar i institutionella faktorer, som till exempel nya redovisningsregler och regler för kapitaltäckning sambanden i olika situationer?

Utvecklingen av ett antal indexserier som sträcker sig över flera konjunkturcykler kan ge värdefulla referensvärden. Följande typer av nya index bör prioriteras:

- hyresindex för kontor i Stockholm
- vakansindex och vakansnivåer för butiker och kontor i storstadsregionerna
- nyproduktionsindex och nyproduktionsvolymerna för butiker, kontor och hotell i storstadsregionerna
- index för implicita fastighetsvärden utifrån de börsnoterade fastighetsbolagen.

Finansieringen av den kommersiella fastighetssektorn är av speciellt intresse. Stabilitetsrapporterna bör därför ge en utvecklad form av analyser av hur hyreskontraktens och lånens bindningstider och förfallostrukturer förändras över tiden samt hur låneförfallens volymer förhåller sig till fastigheternas marknadsvärden. Den typen av analyser ger information om hur betalningsflödena kan komma att förändras.

Fördjupade analyser av de börsnoterade fastighetsbolagen kan ge tidiga signaler om trendbrott på den kommersiella fastighetsmarknaden. Av primärt intresse är hur aktiekurserna utvecklas i relation till de underliggande fastighetsvärdena. Hypotesen är att aktiekursen utgör en tidig indikator på förändrade fastighetsvärden. Därför bör även detta ingå i stabilitetsrapporterna.

När man säkerställt mängden och kvaliteten på indata kan man tillämpa mer avancerade matematiska modeller på fastighetscykeln, till exempel hur kombinationer av förändrade tillväxttal och räntenivåer påverkar hyror, fastighetsvärden och nyproduktion.

För att tolka och värdera den samlade informationen om den kommersiella fastighetsmarknaden kan en form av expertgrupp tillsättas med representanter för forskningssamhället samt finans- och fastighetsbranscherna. En viktig roll för denna grupp kan vara att arbeta för enhetliga definitioner av centrala begrepp.

ETT SLUTORD

Hur stabilitetsrapporterna kan utvecklas har tidigare i stor utsträckning bedömts utifrån en ideal situation där Riksbanken skulle använda fullständigt aktuell information i en modell med hög prediktionsförmåga. Grundproblemet är dock mängden och kvaliteten på den information som Riksbanken har tillgång till.

Vårt huvudbudskap är att Riksbanken tillsammans med aktörerna i den kommersiella fastighetssektorn bör verka för mer frekvent information av hög kvalitet. Det

skulle bland annat ge underlag till system som ger tidiga signaler om riskuppbyggnad.

De stabilitetsrapporter vi har analyserat från åren 2009 och 2010 är genomtänkta och välskrivna utifrån den bästa tillgängliga informationen, vilket inte medger ett utvecklat modelltänkande baserat på ekonometriska metoder. Informationen från hyresmarknaden, fastighetsmarknaden och byggmarknaden är inte kvalitetssäkrad och den är dessutom på en hög aggregationsnivå.

7 Referenser

- Arthur, S.V. 2005. Obtaining Real Estate Data. Criteria, difficulties and limitations. BIS paper NO 21.
- Bank of England. 2009. Financial Stability Report. December 2009. S 24–25, Box 3: Risks to UK banks from the commercial property sector.
- Baum, A. 1997. Cutting Edge 1997 – The causes and effects of depreciation in office buildings: A ten year update, Royal Institute of Chartered Surveyors.
- Bejrum, H. 1995. Livscykeleconomiska kalkyler för byggnader och fastigheter. Meddelande 5:33, Department of Real Estate and Construction Management, Royal Institute of Technology, Stockholm.
- Bienert, S. Brunauer, W. 2007. The mortgage lending value: Prospects for development within Europe, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 25 No. 6.
- Champness, P. (1999), Valuation for Bank Security Purposes, TEGoVA paper.
- Congressional Oversight Report. February 10, 2010. Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability.
- Crosby, N., French, N. & Oughton, M. (2000), Bank lending valuations on commercial property – Does European Mortgage Lending Value add anything to the process?, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol 18, No 1.
- EPRA Research. 2010. Listed property performance as a predictor of direct real estate performance.
- EPRA Research. 2010b. Loan to Value October 2010.
- EPRA Research. 2009. Real Estate Equities – Real Estate or Equities?
- European Mortgage Federation. 2009. The 2009 EMF Study on the Valuation of Property for Lending Purposes.
- Fastighetsrapport, 2010, Den svenska obeståndsmarknaden 2010, 2011, 2012
- Geltner, D. 1991. Smoothing in Appraisal-based Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*. Vol 4, No 3.
- Geltner, D.M., N.G. Miller, J. Clayton och P. Eichholtz (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. South Western College Publishing.
- Jaffee, D.M. 1994. Den svenska fastighetskrisen. SNS Förlag Stockholm.
- Jones Lang LaSalle. 2010. *Mapping the world of transparency* – Uncertainty and risk in real estate, (http://www.joneslanglasalle.com/pages/greti_home.aspx) 2010-09-30.
- Kärrlander, T. 2008. Finansiella kriser – Orsaker, förlopp och hantering – ett diskussionsinlägg. Centre for Banking and Finance, Royal Institute of Technology, Stockholm.
- Lind, H – Lundström, S. 2009. Kommersiella fastigheter I samhällsbyggandet. SNS förlag.

- Lind, H. Nordlund, B. 2010. How should property valuation methods be categorized? Working paper, Section for Building and Real Estate Economics, Royal Institute of Technology, Stockholm.
- Lind, H. & Persson, E. (1998), The quest for a market related value concept that is not current market value. Working paper no. 31, Royal Institute of Technology, Stockholm.
- Lindh, T. & Malmberg, B. 2000. *40-talisternas uttåg – en ESO rapport om 2000- talets demografiska utmaningar*, www.finans.regeringen.se
- Newell, G – Peng, H. W. 2008. The Role of U.S. Infrastructure in Investment portfolios. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Volume 14, Nr 1.
- Nordlund, B. 2008. Valuation and Performance Reporting in Property Companies According to IFRS. Royal Institute of Technology, Department of Building and Real Estate Economics, Stockholm.
- Nordlund, B. 2010. Need for disclosure regarding property valuations in financial reports according to IFRS. *Journal of Property Investment & Finance*, Volume 28, Nr 5, pp 333–353.
- Ooi, J. 2003. Dynamic Capital Structure Decisions of Real Estate Organizations: Some International Evidence, National University of Singapore, ERES Paper presented at the ERES Conference in Helsinki 2003.
- Persson, E. 2008, *Fastighetsvärdering; Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, Inst för värdering av fastigheter och Samfundet för fastighetsekonomi, Fastighetsnytt Förlags AB, Stockholm.
- Reinhart, C M & Rogoff, K, 2009 *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, New Jersey
- Riksbanken, 2010, *Finansiell stabilitet 2/2010*
- Turner, B. 2000. Hyreshusens överlåtelsepriser – en studie av prisbildningen; Prisbildning och värdering av fastigheter. The Institute for Housing and Urban Research (IBF), Uppsala University.

ÖVRIGA KÄLLOR

- Morgan Stanley research presented in EPRA News – March 2009.
- Deutsche Bank report RREEF Research – Global Real Estate Securities – January 2007.
- Cohen&Steers research presented in EPRA press release April 20 2009.

ÖVRIG LITTERATUR

- Haurin, D. R. 2003. US commercial real estate indices: transaction-based and constant-liquidity indices. Paper IMF/BIS Conference on Real Estate Indicators and Financial Stability, Washington DC, October 27-28, 2003.

Southard, J.S. 2003. Going where the data is: Torto Wheaton Research's experience with commercial real estate values. Paper IMF/BIS Conference on Real Estate Indicators and Financial Stability, Washington DC, October 27–28, 2003.

Taleb, N.N. 2007. The Black Swan, Calys Ltd, St Ives plc, England.

Wallander, J. 1994. PM II – Ett alternativt synsätt, Bankkriskommittén, Stockholm.