

HVORFOR INVESTERE I UDLEJNINGSEJENDOMME?

Der er mange gode grunde til at udlejningsejendomme bør indgå i en investeringsprofil. Specielt er det vigtigt af hensyn til risikospredning, så alle aktiverne i porteføljen ikke afhænger af de samme faktorer i økonomien. Udlejningsejendomme har desuden over tid vist sig at give et relativt stabilt og fornuftigt afkast.

Enhver investeringsrådgiver vil som noget af det første råde sine klienter til ikke at ”lægge alle æg i samme kurv”. Der er ingen tvivl om, at risikospredning er afgørende for en sund investeringsprofil.

Den teoretiske baggrund for risikospredning i investeringssammenhæng går tilbage til 1964, hvor William F. Sharpe udviklede den såkaldte ”Capital Asset Pricing Model” (CAPM-modellen). Teorien er siden blevet videreudviklet og forfinet, men de grundlæggende implikationer af modellen holder stadig. CAPM beskriver hvorledes man opnår det højeste afkast i forhold til risiko – den optimale porteføljesammensætning.

Modellen beviser, at der i teorien kun findes én optimal portefølje, den såkaldte markedsportefølje. Markedsporteføljen består af samtlige investeringsobjekter i verden, vægtet efter deres relative markedsværdi. Denne portefølje er naturligvis umulig at sammensætte i den virkelige verden, men at man bør sikre en så veldiversificeret portefølje som muligt, er stadig en implikation alle investorer bør have in mente.

I nedenstående tabel er skitseret karakteristika for de mest udbredte investeringsobjekter – aktier, obligationer og udlejningsejendomme. Investeringsobjekterne sammenlignes i tabellen på fire kriterier: Risiko, afkast, påvirkning fra inflation og endelig aktivernes likviditet og transaktionsomkostninger.

Risiko	Afkast*	Påvirkning fra inflation	Likviditet og transaktionsomkostninger
Aktier			
Aktier har historisk set den højeste risiko, da aktier i perioder udviser meget store kursudsving. Over tid har de årlige udsving vist sig mere end dobbelt så store som udsvingene i obligationer og ejendomme.	Gennemsnitligt årligt afkast på KAX-indekset inkl. udbytte 1980-2003: 12,9 pct.	Afkast på aktier har vist sig ikke at være synderligt påvirket af inflation. Skattemæssigt er der heller ingen problemer, hvis man investerer over tre år i selskabsform, hvilket medfører skattefrihed. Som	Likviditeten i de største danske aktier er høj, men falder hurtigt når man kommer ud i sidepapirerne. Transaktionsomkostningerne, der indebærer kurtage til mægler samt differencen mellem købs- og salgsbuddene, stiger i takt med at likviditeten falder. I de mest likvide

		privatperson, eller ved investeringer på under tre år, skal der dog betales skat af hele den nominelle værdistigning, dvs. der bliver en væsentlig omkostning forbundet med inflationen.	aktier ligger transaktionsomkostningerne (for hele investeringens løbetid) på ca. en til to pct. I de mindre likvide aktier ligger transaktionsomkostningerne typisk på fire til fem pct., mens de mindst likvide aktier kan nærme sig ti pct.
Obligationer			
Der er ingen kursrisiko ved obligationer såfremt de holdes til udløb (risikoen for statsbankerot er negligerbar). Sælges obligationen inden udløb, er der dog en vis risiko relateret til udviklingen i renteniveauet, som bestemmer kursen.	Gennemsnitligt årligt afkast på 10-årig dansk statsobligation 1980-2003: 8,5 pct.	Lange statsobligationer er ikke sikret mod inflation, eftersom hovedstolen ikke korrigeres for prisudviklingen. Korte statsobligationer er dog bedre sikret, eftersom man ved f.eks. årlig genplacering vil opnå højere og højere renter i takt med en stigende inflation.	De fleste obligationer, stats- såvel som realkreditobligationer, er meget likvide, samtidig med at kurtagen til mægler og differencen mellem købs- og salgsbuddene også er lav. Samlet set har obligationer typisk transaktionsomkostninger på en kvart til en halv pct., hvilket er det laveste i sammenligning med de andre typer investeringer nævnt her.
Indeksobligationer			
Indeksobligationer har i denne sammenligning den laveste risiko. Kun hvis indeksobligationen sælges før udløb, risikeres et kurstab.	Under udarbejdelse.	Såvel hovedstol som kuponrenten indekseres i forhold til udviklingen i prisindekset, så der er ingen risiko forbundet med inflation ved investering i indeksobligationer.	Indeksobligationer er mindre likvide sammenlignet med ikke-indekserede obligationer og transaktionsomkostningerne derfor lidt højere, typisk en halv til en pct.
Udlejningsejendomme (delt op i tre underkategorier)			
Historisk har udlejningsejendomme haft en lavere risiko end aktier og en risiko på linie med statsobligationer. Risiciene ved ejendomme kan opdeles i dels risiko på ejendomsprisen og dels risiko på driften. Driftsrisikoen kan igen opdeles i en risiko på indtægtssiden (tomgang og/eller fald i lejeniveauet) samt en risiko på omkostningssiden (hurtigere fysisk forfald af ejendommen end først antaget).	Se nedenfor.	Ejendomsinvesteringer har på lang sigt vist sig ikke at være påvirket negativt af inflation. Er ejendommen tilmed finansieret med et fastforrentet lån i en periode med lav inflation, vil en stigning i inflationen nedbringe investors gæld.	Udlejningsejendomme er væsentligt mindre likvide end hovedparten af de børshandlede aktier og obligationer. Undersøgelser viser, at der er en såkaldt likviditetspræmie på sådanne mindre likvide aktiver. Denne likviditetspræmie giver for den langsigtede investor omkring ti til 25 pct. i merafkast, mens den kortsigtede investor vil få et lavere afkast, pga. de højere transaktionsomkostninger ved udlejningsejendomme. Transaktionsomkostninger dækker for køber over:

Beboelsesejendomme med fire lejligheder og derover		
Den primære risiko på beboelsesejendomme ligger i risikoen på ejendomsprisen. Af de tre typer ejendomme nævnt her, har beboelsesejendomme historisk udvist de største udsving i prisen. Til gengæld er driftsrisikoen meget lav – beboelsesejendomme er næsten altid fuldt udlejede.	Gennemsnitligt årligt totalt afkast 1980-2003: 11,8 pct.	Ifølge lejeloven kan øgede omkostninger – også grundet inflation – helt eller delvist væltes over på lejerne. Risikoen ved stigende inflation er derfor minimal.
<ul style="list-style-type: none"> • Tinglysningsgebyr • Byggeteknisk gennemgang • Advokatbistand • Eventuel rådgivning • Et ”finders fee” til mægler <p>For sælger dækker omkostningerne over:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mæglersalær • Salgsmateriale • Advokatbistand <p>De samlede transaktionsomkostninger (for hele investeringens løbetid) ligger typisk på tre til fem pct.</p>		
Erhvervsjendomme (kontor og/eller butik)		
Erhvervsjendomme har den laveste risiko på ejendomsprisen blandt de tre typer ejendomme, men har til gengæld en ikke uvæsentlig risiko på driften, dvs. at ejendommene under lavkonjunkturer ikke altid kan lejes fuldt ud eller at lejeniveauerne falder.	Gennemsnitligt årligt totalt afkast 1980-2003: 9,4 pct.	Det indskrives i de fleste erhvervslejekontrakter, at lejen en gang årligt reguleres med udviklingen i prisindekset. Risikoen ved stigende inflation er derfor minimal.
Fabriks- og lagerejendomme		
Risikoen på ejendomsprisen for fabriks- og lagerejendomme ligger mellem risikoen for de to andre typer ejendomme. På driftssiden er der desuden en vis risiko for tomgang og faldende lejeniveauer.	Gennemsnitligt årligt totalt afkast 1980-2003: 11,8 pct.	

*Der er tale om nominelt afkast, dvs. afkast der ikke er korrigeret for inflation. De høje gennemsnitlige afkast skyldes derfor i høj grad de høje inflationsrater i starten af 1980'erne.

Kilde: Danmarks Statistik, Fondsbørsen, ToldSkat, Ejendomsforeningen Danmark samt egne beregninger.

Historisk har det vist sig, at det højeste investeringsafkast opnås på aktier, i det danske aktier i gennemsnit har givet et samlet afkast på knap 13 pct. årligt siden 1980. Investor løber dog her også klart den højeste risiko af de i tabellen nævnte aktiver. Danske statsobligationer, derimod, har en væsentligt lavere risiko over tid, men giver til gengæld også et lavere afkast. En ti-årig dansk statsobligation har siden 1980 givet omkring 8,5 pct. årligt i afkast. En ekstra risiko man dog som obligationsejer løber, er risikoen for at inflationen stiger. Stigende inflation vil udhule værdien af

hovedstolen, altså værdien af udbetalingen ved obligationens udløb. Denne risiko er aktier ikke eksponeret overfor, dog skal man til gengæld være opmærksom på skattereglerne vedr. aktieavancebeskatning, der kan være ugunstige ved stigende inflation.

Ejendomsinvesteringer har historisk vist sig at være en god investering. Siden 1980 har det gennemsnitlige årlige afkast på ejendomsinvesteringer ligget på mellem 9,4 og 11,8 pct., afhængigt af ejendomsstypen. Dette er et meget pænt afkast, når man tager med i betragtningen, at risikoen ikke er væsentligt højere end ved obligationsinvesteringer.

Det er således oplagt for investorer – professionelle såvel som private – at lade nogle gode ejendomsinvesteringer indgå i porteføljen.