



EXAMENSARBETE
SAMHÄLLSBYGGNAD
FASTIGHETSEKONOMI
GRUNDNIVÅ, 15 HP
STOCKHOLM, SVERIGE 2019

Osäkerhet och risk vid bedömning av restvärdet för Samhällsfastigheter:

En fallstudie av hur fastighetsvärderare hanterar restvärdet för
samhällsfastigheter

Carl Nielsen

Bachelor of Science thesis

Title	Uncertainty and risk in the appraisal of salvage value for public property
Author(s)	Carl Nielsen
Department	Department of property and the built environment
TRITA number	TRITA-ABE-MBT-19474
Supervisor	Christina Gustafsson
Keywords	Salvage value, residual value, terminal value, risk, uncertainty, public property, social infrastructure

Abstract

Currently, there is strong investor demand for public property in Sweden with yields declining for both prime and secondary segments of the market. The underlying demand for properties relating to education and elderly care is expected to be high for years to come as a result of a growing population and other demographic changes.

Investments in public property is considered low risk due to the long-term leases with financially strong and stable tenants. The occupancy rate for public property is high, partly due to the fact that single tenant properties are a regular occurrence and partly because the high demand. All investments are associated with risk, the character of which varies depending on the type of property and various other factors. Technical risk, political risk and environmental risks to name a few. Public properties are, per definition, properties that primarily houses tax-financed operators and that is customized for public services. Because of the specialized nature of these assets and the fact that they are difficult to convert to other uses the question of risk and uncertainty arise at the end of the lease period. When valuing a property using the discounted cash flow method this moment in time in when the terminal value is evaluated.

The aim of this case study is to examine how valuers assess the risk and uncertainty associated with the terminal value of public property in Sweden. Through analysis of the external valuations that have been undertaken at one of Sweden's largest owner of public properties for the end of year 2018 the objective is to find factors related to the terminal value that differ between properties intended for educational purposes and those for elderly care. By conducting interviews with external valuers, the report will outline what aspects of a property valuers examine in determining the terminal value. Information gathered in the interviews will be used to analyze the valuations that were carried out for the end of year reporting of Sweden's largest owner of public property. The report starts with a review of the fundamentals of valuation which later in the report will be applied to the empirical data to create a framework from which determination of the risk associated with the terminal value of public property can be judged. Furthermore, the report will seek to understand the bridge between theory and practice in the subject.

Acknowledgement

Jag vill rikta ett stort tack till alla värderare som tog sig tid att träffa mig för att genomföra de intervjuer som utgjorde en stor del till detta arbete. Jag vill även tacka min handledare Christina Gustafsson för hennes värdefulla synpunkter och vägledning under arbetets gång. Slutligen tack till Diana Häglund som agerat bollplank i tid och otid.

Examensarbete

Titel	Osäkerhet och risk vid bedömning av restvärdet för samhällsfastigheter
Författare	Carl Nielsen
Institution	Institutionen för fastigheter och byggande
TRITA nummer	TRITA-ABE-MBT-19474
Handledare	Christina Gustafsson
Nyckelord	Restvärde, Samhällsfastigheter, Restvärdesrisk, Social infrastruktur

Sammanfattning

I marknadsrapporter går att läsa att samhällsfastigheter är en lågriskplacering där investerare söker säker hamn när det börjar blåsa. I Catella Property Forecast (2019) bedöms samhällsfastigheter som låg risk med medel-till-hög avkastning. Den underliggande efterfrågan på samhällsfastigheter i Sverige drivs av den demografiska utvecklingen och framgent behövs stora investeringar för att möta behovet bland landets kommuner och landsting. Hos investerarkollegiet har samhällsfastigheter seglat upp som ett alltmer populärt segment och i en marknadsrapport från Pangea Property Partners kommuniceras att samhällsfastigheter är den mest eftertraktade produkten bland institutionella investerare på fastighetsmarknaden i Sverige (Pangea Institutional Outlook, 2019).

På grund av dess beskaffenhet bedöms risk och osäkerhet för investeringar i samhällsfastigheter som relativt låg under kontraktperioden där ekonomiskt stabila hyresgäster säkerställer ett kassaflöde under långa hyresförhållanden. Hyresgästrisken och vakansrisken är i princip obefintlig under de långa hyreskontraktens löptid. Dock behäftas fastigheterna alltid, liksom alla fastigheter, med en viss risk som kan härledas till exempelvis teknisk risk och miljörisk. Utöver dessa tillkommer även politisk risk samt juridiska risker. Specifikt för samhällsfastigheter är att de, per definition, är specialanpassade för verksamheten vilket kraftigt begränsar dess alternativa användning.

Alla ovan nämnda parametrar ska speglas i en marknadsvärdesbedömning utförd av en registrerad värderare. Marknadsvärdesbedömningar är centrala i beslutsfattandet vilket föranleder att det är av största vikt att de är rättvisande. Då investerare känner komfort för de förhållanden som råder under löptiden för de långa avtalen är det intressant att granska synen på dessa fastigheter då kontrakten har löpt ut. Syftet med denna fallstudie är att genomlysna hur restvärdet för samhällsfastigheter bedöms av värderare med hänsyn till osäkerhet och risk.

Värdering av fastigheter sker vanligen med kassaflödesmetoden som bygger på att framtida driftnetton under en given kalkylperiod diskonteras. Till detta värde adderas ett diskonterat restvärde som ska motsvara fastighetens värde vid slutet av kalkylperioden vilket ofta sammanfaller med att hyreskontraktet löper ut. Metoden bygger till stor del på prognostisering av framtiden. Följaktligen är värderingar behäftade med osäkerhet. Hur riskerna och osäkerheterna behandlas i värderingen kommer att framgå av resultatet. Studien visar att värderarnas syn på restvärdesrisken för samhällsfastigheter är nästintill enhetlig och bygger ur teoretisk synvinkel på en objektiv bedömning av värderingsobjektets egenskaper och förutsättningar vid kalkylperiodens slut. Här bedöms ingående parametrar så som geografiskt läge, fastighetens kvalitet och standard men även politisk risk och vad byggnaden är anpassad till i dagsläget. Det framkommer även hur centralt sambandet mellan initial direktavkastning, exit yield och marknadens avkastningskrav är i bedömningen. Studien visar även att värderare bedömer att investerare inte fullt ut tar hänsyn till restvärdesrisken på de nivåer som transaktioner sker till i dagsläget.

Förord

Detta kandidatarbete genomfördes under vårterminen 2019 på Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm.

Arbetet utgör delmomentet i Civilingenjörsutbildningen på Samhällsbyggnadsprogrammet med inriktning på fastighetsekonomi och omfattar 15 högskolepoäng.

Valet av ämne föll naturligt med hänsyn till rådande situation och aktualitet vad gäller samhällsfastigheter. Marknaden för detta fastighetssegment kommer att ha stor betydelse framgent och sätta sin prägel på framtiden. Som ett resultat av detta arbete har min kunskap kring ämnet ökat, då speciellt tack vare värdefulla insikter från de personer jag intervjuade.

Stockholm, 4 juni 2019

Carl Nielsen

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1 Definition och historik	8
1.2 Samhällsfastigheter som investeringsprodukt	8
2. Syfte och problemformulering	9
3. Avgränsning	10
4. Metod	10
4.1 Urvalsmetod	11
4.2 Intervjumetod	11
4.3 Felkällor vid intervjuer	12
4.4 Felkällor skrivet material	12
4.5 Generaliserbarhet, reliabilitet och validitet	12
5. Teori och tidigare forskning	13
5.1 Risk och osäkerhet	13
5.2 Värdeteori	13
5.2.1 Ortsprismetoden	14
5.2.2 Avkastningsmetoden	15
5.4 Kassaflödesmetoden	16
5.4.1 Allmänt om metoden	16
5.4.2 Direktavkastningskrav	18
5.4.3 Kapitalmarknadens påverkan på fastighetsmarknaden och direktavkastningskravet	21
5.4.4 Kalkylräntan	22
5.4.5 Restvärdet	23
5.4.6 Hållbarhetsaspekter	24
5.5 Värderares roll	25
6. Empiri	25
6.1 Internt genomförda värderingar	25
6.2 Intervjuer	27
6.2.1 Restvärdesrisker	27
6.2.2 Värderingsmetod	28
6.2.3 Lägesbedömning	28
6.2.4 Kalkylperiod	29
6.2.5 Kalkylräntan	29
6.2.6 Avkastningskrav	29
6.2.7 Ombyggnadsbehov	30

6.2.8 Vakansrisk.....	31
6.2.9 Normaliserat driftnetto	31
6.2.10 Politisk risk.....	32
6.2.11 Hållbarhet	32
7. Analys och diskussion.....	33
8. Slutsatser	36
9. Källförteckning.....	39
Bilaga 1 – Intervjuformulär.....	41
Bilaga 2 – Definitioner	42

1. Inledning

1.1 Definition och historik

Samhällsfastigheter definieras som fastighet som brukas till övervägande del av skattefinansierad verksamhet och är specifikt anpassad för samhällsservice (Datscha, 2014). Således är lokaler för utbildning, vård, äldreboende och rättsväsende att anse som samhällsfastigheter. Enligt denna definition faller fastigheter som enkom brukas till övervägande del av skattefinansierad verksamhet men som ej är specifikt anpassade för samhällsservice inte som samhällsfastigheter. Exempelvis kontorsfastigheter som har skattefinansierad verksamhet så som Försäkringskassan eller Skatteverket som hyresgäst anses ej vara anpassade för samhällsservice utan snarare för kontorsverksamhet.

Bland fastighetsägande företags och investerare har det vuxit fram ett tydligt intresse att investera i och äga samhällsfastigheter under senare år. Inom segmentet har äldreboenden och skolor utmärkt sig som mest eftertraktade. Marknaden har gått ifrån att vara illikvid i början på 2000-talet till att idag vara en eftertraktad produkt för såväl kapitalplacerare som för fastighetsbolag. Historiskt har samhällsfastigheter i Sverige ägts av stat, kommun och landsting (Lind och Lundström, 2010). Denna trend vände under 2000-talet då vissa kommuner valde att sälja ut delar av sitt fastighetsbestånd för att frigöra kapital men fortsätta med förhyrning. Trenden har hållit i sig och transaktionsmarknaden för samhällsfastigheter har ökat markant under senare år. Transaktionsvolymen har gått ifrån att vara i princip obefintlig i början på milleniet till att år 2012 uppgå till cirka 3 miljarder och 2018 uppgå till cirka 13 miljarder svenska kronor (Svefa, 2019). Senaste fem åren har transaktionsmarknaden för samhällsfastigheter motsvarat cirka 10 procent av den totala marknaden (Hemsö, 2019). Utöver transaktioner tillkommer även nybyggnationsvolym. Tillströmningen av kapital till segmentet påvisar ett ökat intresse hos investerarkollektivet. Samtidigt noteras även att antalet aktörer har ökat till att idag bestå av ett 50 tal aktörer (Svefa, 2019).

Anledningen till det ökade intresset från investerare består av ett flertal komponenter men drivs på av en ökad underliggande efterfrågan på grund av den demografiska utvecklingen som visar att antalet äldre med behov av äldreboende ökar samt att andelen av befolkningen i skolåldern ökar. Det bedöms finnas ett behov om 700 förskolor, 400 grundskolor samt 270 gymnasieskolor fram till 2026 (Finansdepartementet, 2018). Utöver detta bedöms behovet av äldreboenden till 700 stycken inom en 6-årsperiod (Finansdepartementet, 2018). Utöver nybyggnation behövs även stora delar av det befintliga beståndet ersättas alternativt genomgå omfattande renoveringar då teknisk livslängd har uppnåtts vilket också ligger till grund för ett växande behov av samhällsfastigheter (SKL, 2018). Det anses därmed finnas en hög och förutsägbar efterfrågan på samhällsfastigheter vilket föranleder att det kommer krävas betydande investeringar framgent. Samtidigt ökar den demografiska försörjningskvoten vilket i sin tur påverkar kommunernas ekonomi och möjlighet att uppföra nya lokaler i egen regi varför man vänder sig till privata investerare och fastighetsbolag (SKL, 2019). I och med privatisering av delar av samhällsservicen inom vård, äldreomsorg och utbildning har även antalet hyresgäster ökat vilket även kan ha påverkat utvecklingen. Svefa bedömer, i en marknadsrapport (2019), att det för tillfället pågår en kapprustning bland aktörerna för att positionera sig inför det kommande investeringar i nyproduktion som behövs inom segmentet. För ytterligare definitioner hänvisas till bilaga 2 innan vidare läsning.

1.2 Samhällsfastigheter som investeringsprodukt

Utmärkande för samhällsfastigheter är en stor andel offentliga hyresgäster samt initialt jämförelsevis långa hyresavtal. Hyresavtal på 20 – 25 år är vanligt förekommande vilket utmärker samhällsfastigheter gentemot andra segment så som kontor och handel där kontraktslängder på 3 – 5 år tillhör normen (Nordlund och Lundström, 2011). Det är även vanligt förekommande att en hyresgäst

förhryr samtliga ytor i en fastighet. Således är vakansgraden för samhällsfastigheter i regel väldigt låg (Svefa, 2019). Summerat innebär detta att hyresintäkter under kontraktstiden anses betinga låg risk och att samhällsfastigheter som investeringsprodukt har hög kreditvärdighet vilket gör dem relativt enkla att finansiera (Svefa, 2019).

Som finansiell produkt ses fastigheter generellt som en låg-riskplacering (Lind och Lundström, 2009). Risken kan sägas bestå av ett flertal komponenter däribland marknadsrisk, fastighetsrisk, politisk risk, juridisk risk och miljörisk. Risken ska speglas i värderingen av placeringen, i detta fallet fastigheten (Lind och Lundström, 2009). En placering med hög risk värderas således lägre än en placering med låg risk, allt annat lika. Detta ska speglas i det så kallade avkastningskravet som investerare har på en viss placering. Samhällsfastigheter ses generellt som en lågriskplacering inom fastighetssegmentet.

Under ett flertal år har direktavkastningen för samhällsfastigheter sjunkit och således har värderingarna stigit. Sedan 2011 har avkastningen sjunkit från cirka 6 procent ner till dagens nivåer om ungefär 4 procent (Catella, 2019). För äldreboenden noteras direktavkastningskrav lägre än den för bostäder i vissa orter och vid första anblick kan antas att denna typ av fastigheter är mindre känslig för mikroläge (Svefa, 2019). Hyresnivån för samhällsfastigheter varierar inte mycket beroende på läget till skillnad från exempelvis kontorshyror som varierar kraftigt (Svefa, 2019). Läget saknar delvis betydelse vid hyressättning och betalningsviljan är relativt homogen. Detsamma kan sägas för utvecklingen av hyresnivåerna. För samhällsfastigheter ökar hyresnivån i princip i takt med att inflationen beroende på att merparten av bashyran indexjusteras med KPI-index för varje år. Detta samt den långa löptiden på hyresavtalen innebär att hyrorna sällan omförhandlas till högre nivåer. För att exemplifiera motsatsen kan nämnas att exempelvis hyreskontrakt för kontor oftast har en löptid på 3 - 5 år och kan således omförhandlas oftare.

Värdet på fastigheter kan bedömas utifrån olika värdeteorier och resultera i olika värdebegrepp. Individuellt avkastningsvärde är det värde en fastighet betingar för en viss individ och kan beräknas genom avkastningsmetoden. Marknadsvärde är ett annat värdebegrepp som kan beräknas genom avkastningsmetoden, ortsprismetoden eller produktionskostnadsmetoden (Brunes, 2015). Avkastningsmetoden och då specifikt kassaflödesanalys är den mest använda metoden för att bedöma marknadsvärden. Metoden bygger i korthet på att framtida betalningsströmmar som sker under en förutbestämd kalkylperiod diskonteras med en kalkylränta för att få fram ett nuvärde av kassaflödet. Utöver värdet på kassaflödet adderas ett diskonterat restvärde vilket ska motsvara fastighetens värde vid kalkylhorisontens slut. Med en för verksamheten specialanpassad fastighet med oftast långt hyresavtal med en säker hyresgäst men med begränsad alternativ användning uppstår frågan kring restvärdesrisken och osäkerheter kring prognostisering av framtiden.

En felaktig bedömning eller alltför optimistiska antaganden kan leda till ett för högt restvärde vilket i sin tur får direkt genomslag på fastighetens marknadsvärdesbedömning. Detta kan i sin tur leda till exempelvis inlåsnings effekter eftersom fastigheter inte går att sälja till värderade nivåer. Felbedömning av marknadsvärdet för en fastighet kan även resultera i missvisande finansiell ställning för det fastighetsägande bolaget.

2. Syfte och problemformulering

Syftet med denna studie är att ur ett investerarperspektiv utveckla en helhetsförståelse för osäkerheten och risken i bedömning av restvärdet för samhällsfastigheter vid värderingsförfarandet. Vidare syftar rapporten till att, genom kvalitativ undersökning, fastställa ingående parametrar och komponenter vid bedömning av restvärdet samt utforska hur olika aktörer inom fastighetsvärdering bedömer restvärdet vid värderingsförfarandet. Genom kvantitativ undersökning av företagets externt

utförda årsvärderingar ska rapporten belysa hur dessa parametrar återspeglas. Läsaren kommer att erhålla generell förståelse för fastighetsvärdering och därtill hörande begrepp samt mer djupgående kunskap om värdeteori och beräkningsmodeller för restvärdet. I slutet av rapporten ges en sammanfattande bild av hur en bedömning utav restvärdet för samhällsfastigheter motiveras.

Med hänsyn till hur marknaden för samhällsfastigheter har utvecklats historiskt och i synnerhet med hänsyn till det stora framtida behovet av samhällsfastigheter är det intressant att genomlysna marknadens bedömning av restvärdet. Tidigare rapporter har antingen berört samhällsfastigheter eller fastighetvärdering men få har studerat värdering av samhällsfastigheter och ingen har behandlat restvärdesrisken specifikt och därtill behäftade osäkerhetsfaktorer.

Följande frågeställning har i grund av ovan bedömts som väsentliga:

- Vilka är de ingående parametrarna och komponenterna vid bedömning av restvärdet?
- Hur ser fastighetsvärderare på restvärdet för samhällsfastigheter?
- Hur hanteras restvärdet för samhällsfastigheter vid värdering?
- Vilka är osäkerhetsfaktorerna och riskerna vid bedömningen av restvärdet?

3. Avgränsning

Rapporten avgränsas till samhällsfastigheter i Sverige. Begreppet innefattar varierande och specialanpassade fastigheter så som exempelvis skolor, äldreboenden, fängelse, sjukhus, vårdcentraler, polishus och räddningsstationer. Här kan noteras att marknaden för vissa delsegment så som fängelser och sjukhus är utmärkande då den är begränsad till ett fåtal aktörer, varav de flesta är direkt eller indirekt ägda av stat, kommun eller landsting. Således är bedömningen att dessa marknader inte kan anses vara tillgängliga varvid de ej kommer att behandlas vidare i denna rapport. Utöver dessa finns ett flertal undergrupper och delsegment inom samhällsfastigheter som kan försvåra jämförelse mellan objekt och delmarknader varvid ytterligare avgränsning bedömts som nödvändiga. Således kommer endast äldreboenden inom delsegmentet vårdfastigheter och skolor inom delsegmentet utbildningsfastigheter att behandlas. Dessa delmarknader anses som tillräckligt likvida för att studie ska kunna genomföras. Gällande värderingsförfarandet kommer rapporten av avgränsas till avkastningsmetoden och då särskilt kassaflödesmetoden. Anledningen är att endast kassaflödesmetoden tar hänsyn till ett restvärde. Även ortsprismetoden kommer att behandlas då den indirekt används vid kassaflödesmetoden.

Med avseende på risk kommer inte makroekonomiska risker att behandlas i denna rapport.

Rapportens disposition:

Efter genomgång av metod kommer rapporten disponeras på följande vis:

Kapitel 5 – Teori och tidigare forskning gällande risk och osäkerhet samt värdeteori och regelsystem

Kapitel 6 – Empiriska studier och utfall av intervjuer

Kapitel 7 – Analys och diskussion

Kapitel 8 - Slutsatser

4. Metod

Det specifika fallet för denna studie är att utveckla förståelse för utvärdering av restvärdesrisken och bedömning av restvärdet för samhällsfastigheter. På grund av materialets komplexitet är studien

formad som en fallstudie där insamling av djuplodande information kan bidra till att skapa en objektiv bedömning som tar hänsyn till flertal aspekter (Blomkvist och Hallin, 2014). Fallstudien är av utforskande karaktär och utformad sådan att ett fastighetsbolags externa årsskiftesvärderingar granskas i syfte att utvärdera ingående parametrar vid bedömning av restvärdet. För att skapa förståelse för vilka parametrar som är av intresse att analysera föranleds detta av ett antal intervjuer med fastighetsvärderare. Kontexten för intervjuerna är utförandet av marknadsvärdesbedömningar åt beställare där värderarna utgör analysenheter. Då viss mån av jämförelse mellan faktiska utfall och värderares resonemang sker under arbetets gång är studien till viss del även komparativ.

Arbetet har skapats dels genom kvalitativa metoder, dels genom kvantitativa metoder (Blomkvist och Hallin, 2014). Genom uppsamling av kvalitativa data från intervjuer med ett antal värderare har en innehållsanalys utförts av materialet i syfte att fastställa hur olika aktörer bedömer restvärdesrisken. Enligt Blomkvist och Hallin är kvalitativa metoder lämpliga för att skapa en kontextuell förståelse (2014). Analysen av innehållet har fokuserat på att fånga upp alla parametrar som berör restvärdesrisken och därtill hörande osäkerhet samt sammanfatta de resonemang som respondenterna för i sin analys och bedömning.

Arbetet omfattar även kvantitativa metoder (Blomkvist och Hallin, 2014). Genom granskning av de externa värderingarna som företaget låtit utföra på årsbasis ges ett kvantitativt underlag för vidare innehållsanalys. Analysen syftar till att sammanfatta ingående parametrar för beräkning av restvärdet samt hur de varierar.

4.1 Urvalsmetod

Urvalets storlek avseende intervjuade personer har bedömts utifrån resursmässiga förhållanden. Då arbetet utförs av en person är tidsresurserna en viktig parameter varför antalet analysenheter har begränsats till fyra aktörer. De tillfrågade värderarna är anställda hos några av Sveriges största och mest framstående marknadsaktörer inom fastighetsvärdering varför de sammantaget kan anses spegla marknaden. Då det företag som utfört de årsskiftesvärderingar som utgör det kvantitativa materialet tillhör ett av de största fastighetsvärderande bolagen har bedömningen gjorts att de bör tillhöra de tillfrågade intervjupersonerna. Utifrån metodologiska förhållanden är små och strategiska urval med sikte på kvalitativa data och teoretisk generalisering att föredra i fallstudier av denna sort (Blomkvist och Hallin, 2014).

Den kvantitativa analysen avser att analysera en stor mängd värderingsdata vilka utgör parametrar och utfall för restvärdesbedömningar. Urvalet består av företagets fastighetsbestånd per den sista december 2018. Urvalet för den kvantitativa analysen består av externa värderingsutlåtanden av fastigheter för användning som skolor och äldreboenden. Samtliga värderingar är utförda av samma värderingsföretag. Vid jämförelser mellan fastighetslagen eller efter annan sortering ska noteras att fastigheter skiljer sig på många hänseenden från varandra vad gäller exempelvis standard, skick och läge. Det är således ett heterogent urval vilket kan försvåra direkta jämförelser.

4.2 Intervjumetod

Genom semi-strukturerade intervjuer med ett antal olika aktörer inom värdering ges ytterligare kvalitativa data som komplement till kvantitativa data. Syftet är att utforska hur enskilda individer resonerar kring frågeställningar som knyter an till restvärdesrisk och bedömning av restvärde för samhällsfastigheter. De frågeområden som ska behandlas under intervjun finns redovisade i bilaga 1. Alla intervjuer skedde muntligen vid ett personligt möte hos respektive aktör och spelades in efter godkännande av respondenten. Anledningen till att intervjuerna utförs i början av arbetet är att öppna upp för möjligheten att information som fångas upp vid intervjutillfället kan bidra till specificering av problemställningen (Blomkvist och Hallin, 2014).

4.3 Felkällor vid intervjuer

Respondenterna är anonyma varför eventuella egna intressen har eliminerats till största möjliga grad. Partiskhet kan dock alltid förekomma vilket bör beaktas vid analys av intervjuerna. Alla värderare är auktoriserade fastighetsvärderare av Sektionen för fastighetsvärdering, SFF, av Samhällsbyggarna och/eller kvalificerad och registrerad värderare enligt Royal Institute of Chartered Surveyors, RICS, och har att förhålla sig till respektive värdegrund och regelverk.

4.4 Felkällor skrivet material

I största möjliga utsträckning har primära källor använts. Grunden för det teoretiska kapitlet bygger dels på kurslitteratur men även på diverse forskningsrapporter samt andra tillförlitliga källor så som artiklar och dokument utgivna av organisationer och offentliga organ. Merparten av det skrivna materialet är samtida relativt ämnesområdet.

4.5 Generaliserbarhet, reliabilitet och validitet

En fallstudie kan inte resultera i statistisk generaliserbarhet. Dock kan en viss mån av analytisk generaliserbarhet uppnås (Blomkvist och Hallin, 2014). Då arbetet studerar hur ett specifikt företags värderingar utförts och sedan söker stöd och resonemang i intervjumaterialet i syfte att ge en övergripande förståelse för hur restvärdesrisk för samhällsfastigheter hanteras bör generaliserbarheten anses som låg.

Då det inte har förekommit tidigare forskning på ämnet blir det svårt att jämföra eller relatera resultatet för denna studie. Antalet medverkande värderare tillförsäkrar emellertid att studien täcker det avsedda området väl. Med hänsyn till tillgången av material samt dess äkthet uppnår studien validitetskravet. Studien omfattar såväl kvalitativa som kvantitativa metoder och är väl avgränsad varför även dess innehåll bör anses uppnå validitetskravet.

Den kvantitativa data som har tillhandahållits för studiens genomförande anses tillförlitlig och studiens reliabilitet i detta hänseende begränsas därför endast av direkta fel vid sammanfattning och analys av data. Det bör noteras att värderingarna är utförda av ett företag, men av ett flertal olika värderare inom företaget. Generaliserbarheten är därmed att anses som låg.

Den del av studien som innefattar kvalitativa data baseras på material inhämtad via intervjuer. En mängd faktorer påverkar utfallet av en intervju, så som personkemi, missförstånd eller missuppfattningar, vilket innebär att resultatet kan variera om intervjun upprepas vid annat tillfälle. Genom att strukturera upp intervjuer på samma sätt och genom att följa intervjuguiden är intentionen att studien ska uppnå reliabilitetskraven.

5. Teori och tidigare forskning

5.1 Risk och osäkerhet

I fastighetnomenklatur är distinktionen mellan termerna osäkerhet och risk ibland otydlig och de används synonymt med varandra. Fortsättningsvis i detta arbete kommer Byrne och Cadmans definitioner enligt nedan att användas (1984).

Osäkerhet är någonting som är okänt om utfallet av ett företag vid tidpunkten då beslutet togs.

Risk är ett mått på en förlust som är identifierad som möjlig utkomst vid beslutstillfället.

Således uppstår osäkerhet vid avsaknad till kunskap eller på grund av otydlig eller felaktig information. Risk skiljer sig från osäkerhet då både det alternativa utfallet och sannolikheten av att det äger rum är kända faktorer. Följaktligen är risk kvantifierbar.

Alla fastigheter har en viss mån av risk och värderingar är alltid behäftade med osäkerhet. Det faller naturligt eftersom att en värdering utan osäkerhet innebär att en värderare kan förutspå framtiden. I en rapport av French och Gabrielli (2004) påpekas att en utvärdering av dessa risker och osäkerheter bör kommuniceras i värderingen.

Hur risk och osäkerhet kan mätas och presenteras i en värdering har behandlats i ett flertal rapporter och berördes i RICS Red Book om fastighetsvärdering först 2003 (RICS, 2003).

French och Gabrielli (2004) föreslår tre skilda metoder för en värderare att presentera osäkerhet.

- Verbalt – osäkerhet beskrivs i ordalag.
- Rankning – en värdering ges en rankning utefter dess nivå på osäkerhet.
- Statistiskt – osäkerheten kommuniceras som en statistisk storhet.

I nyare versioner av RICS Red Book om fastighetsvärdering behandlas inte metoder för att mäta och uttrycka risk och osäkerhet. Dock påpekas att osäkerhet bör uttryckas av värderaren.

Risk är en central del i värderingsförfarandet eftersom riskexponeringen och riskkompensation är en avgörande faktor i investeringssammanhang. Lind och Lundström (2011) hävdar att investeringar i fastigheter beror på förväntad avkastning i relation till risk men även av hur risken för en viss investering förhåller sig till risken för alternativa placeringar. Specifika risker för samhällsfastigheter behandlas av Lind i *Den offentliga sektorns fastighetshantering (1998)*. Där påpekas att fastigheterna är behäftade med verksamhetsanknutna risker som beror på politiska prioriteringar och ny teknik. Exempelvis ledde införandet av elektroniska fotbojor till att behovet av fängelselokaler minskade (Lind, 1998).

5.2 Värdeteori

Fastigheter kan värderas av flera orsaker och resultera i olika värdebegrepp. I denna rapport avser värderingen motsvara en marknadsvärdesbedömning vilket definitionsmässigt innebär det mest sannolika priset en fastighet kan säljas för på en fri och öppen marknad utan partsrelation och tvång samt med tillräcklig marknadsföringstid (Brunes, 2015). Således är marknadsvärdet en realtidsbedömning av marknadens betalningsvilja för tillgången (Lind och Lundström, 2009). Fastighetsbolag kan anlita externa värderingsföretag för att utföra värderingar dels i samband med

försäljning eller förvärv och dels i samband med bokslut eller av finansieringsskäl men även intern värdering förekommer. Det är i dessa sammanhang viktigt att skilja på begreppen marknadsvärde och individuellt avkastningsvärde där det senare avser värdet en fastighet betingar för en viss individ eller företag (Brunes, 2015). Det individuella avkastningsvärdet kan följaktligen vara högre eller lägre än marknadsvärdet.

Historiskt har tillvägagångssättet för värdering av fastigheter ändrats i och med att marknadens syn på fastigheter har ändrats. Oaktat vilken metod som används kan värdebärande faktorer i marknadsvärdesbedömningar av fastigheter delas upp i tre undergrupperingar nämligen (Persson, 2011):

- Omvärldsanknutna faktorer så som konjunkturutveckling, inflation, arbetsmarknad, hyreslagstiftning med mera. Även kallat makroekonomiska faktorer.
- Marknadsanknutna faktorer som exempelvis utbud och efterfrågan på fastighets- och hyresmarknaden. Dessa påverkas i sin tur av bland annat marknadsaktörer och marknadsvillkor, förändringar i beståndet genom nyproduktion, vakanser med mera.
- Direkt fastighetsanknutna faktorer av teknisk, juridisk och ekonomisk art så som läge, tomt, omgivning, planbestämmelser, belastningar, rättigheter, storlek, ålder, skick, hyror, driftkostnader och vakanser.

Förutsättningar och värdet förändras ständigt varför en värdering är en realtidsuppskattning (Persson, 2011). Värdering av kommersiella fastigheter sker huvudsakligen genom användning av tre analytiska metoder nämligen ortsprismetoden, avkastningsmetoden och produktionskostnadsmetoden (Brunes, 2015). Metoderna har olika angreppssätt men ska i teorin resultera i samma värdebegrepp, nämligen marknadsvärde. Då produktionskostnadsmetoden används väldigt sparsamt i värderingssammanhang kommer metoden ej att behandlas vidare.

För att få en djupare förståelse för den bakomliggande teorin samt i detalj få ingående parametrar beskrivna följer en genomgång av de två huvudmetoderna för värdering av kommersiella fastigheterna som används idag nedan.

5.2.1 Ortsprismetoden

Ortsprismetodens grundidé är att genom jämförelse och normering av nyligen genomförda transaktioner med liknande fastigheter bedöma ett marknadsvärde (Brunes, 2015). Det finns fem varianter på metoden som vardera använder ett nyckeltal vid normering nämligen:

- Areametoden, använder uthyrbar area
- Nettokapitaliseringsmetoden, använder driftnetto i relation till köpeskilling
- Bruttokapitaliseringsmetoden, använder hyra i relation till köpeskilling
- Köpeskillingskoefficientmetoden, använder taxeringsvärde i relation till köpeskilling

Det femte fallet infaller när jämförelseobjekt och värderingsobjekt är exakt likadana vid vilket tillfälle ingen normering behövs.

Metoderna bygger på att ett relevant nyckeltal normeras för jämförelseobjekten och appliceras på värderingsobjektet. Vilket nyckeltal som används beror på vilken metod som används. Trots att metoden är relativt enkel i sitt genomförande innehåller den delmoment som får stor påverkan på slutresultatet. Valet av jämförelseobjekt och avsaknaden av detaljerad information om transaktionerna behöver tas i beaktande för att uppnå en rättvisande värdering. Metoden används i stor utsträckning i Sverige bland värderare men då oftast som sekundär värderingsmetod exempelvis för att validera eller jämföra en utförd värdering med marknaden (Lind och Lundström, 2009).

I Fastighetsnomenklatur (2011) behandlar Persson "myten om det obefintliga ortsprismaterialet". Här framkommer att jämförelseobjekt alltid kommer att skiljas sig i en eller flera hänseenden och för att bli meningsfulla måste marknadsjämförelser ske med mer eller mindre acceptans av dessa där omdöme och erfarenhet får avgöra vad som är ett bra jämförelseobjekt och ej. Förutom i fallet där jämförelseobjektet inte skiljer sig i något hänseende från värderingsobjektet kommer det således inte att finnas något direkt jämförbart ortsmaterial utan att normering sker och materialet anpassas.

Enligt Lind och Lundström har ortsprismetoden på senare år använts i stor utsträckning för att bedöma marknadens syn på avkastningskravet för ett visst objekt, även kallad nettokapitaliseringsmetoden (2009). Detta nyckeltal visar driftnetto i relation till köpeskillning som en procentsats och används i andra värderingsmetoder som bas för att spegla marknadens avkastningskrav vid beräkning av kalkylränta och restvärde, se mer nedan. Ortspismetoden har således integrerats i avkastningsmetoden.

5.2.2 Avkastningsmetoden

I avkastningsmetoden bedöms marknadsvärdet utifrån vilka framtida driftnetton en fastighet kan generera och vilket avkastningskrav marknaden har (Brunes, 2015). Tidshorisonten för kalkylen kan teoretiskt vara mellan ett år och oändligheten. I praktiken förekommer dock oftast tre varianter nämligen:

- Första årets normaliserade driftnetto evighetskapitaliseras. Driftnettot korrigeras för avvikelser vad gäller exempelvis hyresnivåer Även kallad nettokapitaliseringsmetoden.
- Kalkylperioden motsvarar den antagna ekonomiska livslängden för objektet och kan inkludera ett restvärde vid kalkylperiodens slut.
- Schablonmässig 5 - 10 årskalkyl med evighetskapitalisering av ett bedömt driftnetto året efter den schablonmässiga kalkylperioden. Även längre kalkyler förekommer och följer ofta återstående kontraktslängd.

Värt att notera är att endast schabloniseringsgraden skiljer de olika metoderna och konsekvent tillämpat ska de resultera i samma värde. I detta stycke behandlas endast den första metoden medan nästa avsnitt behandlar kalkylperioder längre än ett år.

Direktavkastningsmetoden med evighetskapitalisering bygger på fyra separata antaganden och ett marknadsvärde bedöms enligt Gordons formel som (Brunes, 2015):

$$\text{Marknadsvärde} = \frac{Dn}{(p - g)}$$

Dn = Normaliserat driftnetto

p = totalavkastningskrav

g = konstant tillväxt i driftnetto

(modellen bygger även på att

fastigheten existerar i evig tid)

Gordons formel bygger på att en exponentiell växande serie av framtida driftnetton nuvärdesberäknas med hjälp av en kalkylränta, r . Således är nämnaren i Gordons Formel, $(r - g)$, lika med direktavkastningskravet. Detta kan i teorin sägas bestå av det totala avkastningskravet minus den avkastning man väntas få på grund av värdestegringar (Lind och Lundström, 2009). Avkastningskravet behandlas ytterligare i avsnittet om direktavkastningskravet. Direktavkastningsmetoden innehåller ett antal svårbedömda antaganden vilka alla får en stor påverkan på slutresultatet. Antagandet om storleken på det normaliserade driftnettot ska göras utefter fastighetens kvaliteter, efterfrågan från hyresgäster samt konkurrerande utbud (Brunes, 2015). Vidare ska antagande om storleken på den

konstanta tillväxten av driftnettot uppskattas. Antagandet om avkastningskravet ska spegla marknadens avkastningskrav. Antagandet om att fastigheten ska finnas i evig tid görs för att förenkla metoden. Dels för att det är svårt att uppskatta hur länge fastigheten kan tänkas existera och dels så ges driftnetton långt fram i tiden ett nästintill obefintligt värde vid nuvärdesberäkningen (Brunes, 2015). Matematiskt är detta en konvergent geometrisk serie förutsatt att kalkylräntan, r , är högre än driftnettots tillväxt, g . I en rapport år Riksbanken hänvisar Nordlund och Lundström (2011) till Baum (1997) och Bejrums (1995) som har antagit driftnettoutvecklingen för en fastighet som inte är föremål för investeringar i kalkylsammanslagning till minus 2 – 3 procent.

I Fastighetsnomenklatur (Persson, 2011) går att läsa att *”om syftet är att bedöma ett marknadsvärde skall beräkningarna baseras på ett för fastigheten bedömt marknadsmässigt driftnetto, ej på faktiskt utgående driftnetto”*. Värderaren ska alltså simulera en kalkyl för en tänkt köpare. Det faktiska driftnettot påverkas av exempelvis vilken standard på underhåll som nuvarande fastighetsägare har, hyresnivåer och vakanser vilket kan avvika från marknadsmässigt antagna förhållanden (Persson, 2011). Utfallet ett visst år kan även belastas av stora utbetalningar för åtgärder som avser långsiktiga investeringar exempelvis installation av nya fönster, putsning av fasad eller omläggning av tak. Driftnettoutfallet ett sådant år kan ej anses motsvara ett normalår och om en värderare utgår ifrån faktiskt utfall vid värderingen kommer värderingen ej motsvara en marknadsvärdesbedömning. Av den anledningen ska driftnettot ej inkludera investeringar (RICS, 2016). I praktiken används oftast faktiskt utfall för delar av fastighetskostnader som ej varierar beroende på ägare exempelvis mediaförbrukning och generell drift och tillsyn. För löpande och planerat underhåll ska värderare applicera kostnadsantaganden utifrån schabloner. Dessa ska dock anpassas och korrigeras utifrån det individuella fallet och ta hänsyn till exempelvis ålder, skick och standard. Gustafsson och Lundström noterade i en studie att värderares bedömning av drift och underhållskostnader underskattas med cirka 20 procent jämfört med faktiska utfall och att den långsiktiga vakansgraden systematiskt underskattas (Gustafsson och Lundström, 2006). En underkategori till direktavkastningsmetoden som behandlar kalkylperioder längre än ett år följer i nästa kapitel.

5.4 Kassaflödesmetoden

5.4.1 Allmänt om metoden

Fastigheter har sedan 1970-talet i större utsträckning betraktats som en handelsvara med finansiella förtecken likt aktier och obligationer (Lind och Lundström, 2009). På 1980-talet gjorde större institutionella investerare så som pensions- och försäkringsbolag sitt intåg i den svenska fastighetsmarknaden. I och med detta paradigmskifte ändrades även synen på hur fastigheter ska värderas. Detta eftersom de nya aktörerna värderade tillgångarna enligt samma kalkylmodeller som användes för andra finansiella investeringar. Det var enligt Lind och Lundström (2009) vid denna tidpunkt som kassaflödesmodellen introducerades på fastighetsmarknaden i Sverige. Kassaflödesmetoden baseras på samma grundläggande beräkningar som direktavkastningsmetoden och att fastigheten finns i evig tid. Metoderna skiljer sig i att kassaflödesmetoden utvärderar de första åren i kalkylen mer noggrant. Denna period kallas kalkylperiod och dess längd kan variera beroende på avtalade hyreslängder eller hur lång tid en investerare avser behålla tillgången. Driftnetton, eller kassaflöden, under denna period nuvärdesberäknas genom diskontering med en kalkylränta. I normalfallet är kalkylperioden 5 eller 10 år men längre perioder används. I slutet på kalkylperioden ges fastigheten ett restvärde som beräknas enligt Gordons formel som sedan diskonteras med en kalkylränta för att få ett nuvärde.

Den matematiska formeln för nuvärdesberäkning av framtida driftnetton och restvärde kan förenklat definieras matematiskt på följande vis:

$$MV = \sum_{t=1}^n Dn_t \frac{1}{(1+p)^t} + R_n \frac{1}{(1+p)^n}$$

där;

MV = Marknadsvärde

n = kalkyperiodens horisont

Dn = Årliga driftnetton

R = Restvärde

p = kalkylränta

Kalkylräntan som används för att beräkna nuvärdet av framtida kassaflöden kan enligt en modell teoretiskt motsvara kravet på total avkastning, se nästa stycke (Lind och Lundström, 2009). I praktiken används schablonmässigt oftast direktavkastningskravet justerat för inflation för att få kalkylräntan. Teoretiskt innebär det att värderaren antar en värdetillväxt som motsvarande inflationen och att fastigheten behåller ett reellt värde (Lind och Lundström, 2009). I vilken mån denna schablonmässiga beräkning är att anse korrekt kan ifrågasättas.

Gustafsson och Lundström (2006) påpekar att skillnaden i värderingar utförda med kassaflödesmetoden är situationsbetingad och beror på marknadslikviditet, marknadsdjup och värderarens tillgång till information.

I figur 1 nedan ges en illustrativ bild av en 5-årig kassaflödeskalkyl med restvärdesberäkning. Här uppkommer alltså restvärdet vid slutet av år 5. Vid restvärdesberäkning antas här en driftnettotillväxt om g procent. Pilarna illustrerar nuvärdesberäkning av såväl kassaflöden som restvärde. Summan av dessa ger marknadsvärdet MV .

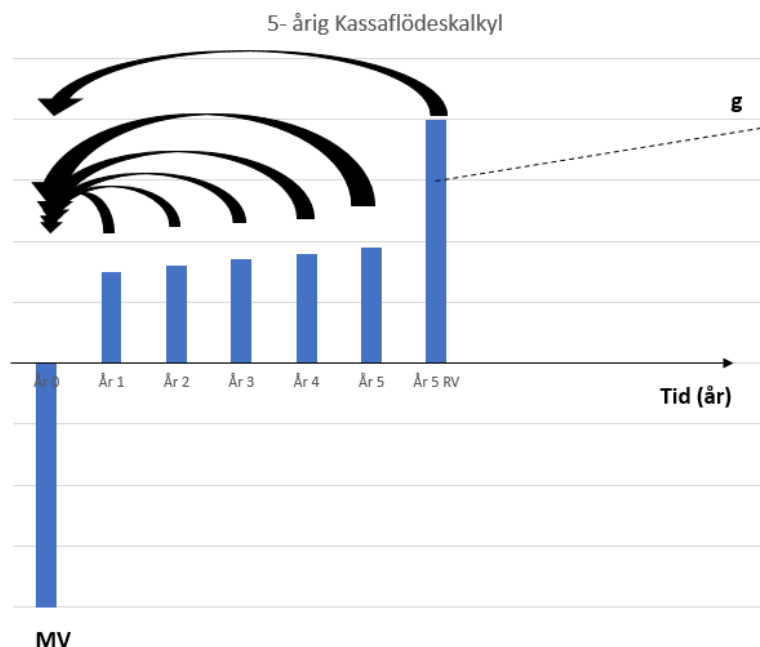


Fig 1. Visar principen för nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden år 1-5 samt restvärdesberäkning med en antagen driftnettotillväxt, g . Notera att år 5 inkluderar kassaflöde samt restvärde.

5.4.2 Direktavkastningskrav

Direktavkastningskravet som används vid avkastningsmetoden kan härledas på flera sätt. Utgångspunkten är att fastigheter genererar positiva driftnetton varje år, vilka sätts i relation till marknadsvärdet på fastigheten enligt följande:

$$\text{Direktavkastning (\%)} = \frac{\text{Driftnetto}}{\text{Marknadsvärde}}$$

Fastigheter kan även avkasta i form av marknadsvärdetillväxt:

$$\text{Värdetillväxt (\%)} = \frac{MV_2 - MV_1}{MV_1}$$

där;

MV_1 = Ingående marknadsvärde i början på perioden

MV_2 = Utgående marknadsvärde i slutet på perioden
justerat för genomförda investeringar

Med hänsyn taget till såväl direktavkastning som värdetillväxt ges totalavkastning, vilket är ett begrepp som används ofta inom fastighetssektorn.

$$\text{Totalavkastning (\%)} = \text{Direktavkastning och Värdetillväxt}$$

Direktavkastningskravet som appliceras vid beräkningar kan ur ett teoretiskt perspektiv sägas bestå av följande tre komponenter (Lind och Lundström, 2009):

- Riskfria nominella räntan
- Riskpåslag (affärs- och likviditetsrisk) -beror på typ av fastighet, storlek, läge och alternativa användningsmöjligheter
- Förväntningar om den reala driftnettoutvecklingen alternativt värdetillväxten

Uppdelningen enligt ovan används inte som beräkningsmodell för att fastställa direktavkastningskravet men utgör snarare en teoretisk grund och kan användas som utgångspunkt vid analys av fastighetsmarknaden (Lind och Lundström, 2009). Av komponenterna ovan är endast den riskfria räntan definitiv då den oftast sägs motsvara en statsobligation med motsvarande löptid som kalkylperioden har. Resterande komponenter är svåra att separera och än mer diffusa att kvantifiera. Lind och Lundström (2009) påpekar att storleken på direktavkastningskravet diskuteras mestadels utifrån dagens nivåer jämfört med historiska nivåer samt diskrepanser mellan olika fastighetsslag över tid. Persson (2011) påpekar att förfarandet med beräkningar som innehåller statsobligationsränta endast blir meningsfullt då ett långsiktigt synsätt anammas. Detta kan exemplifieras med att vi i Sverige sedan början på 2015 har haft låga statsobligationsräntor, vilket ingen på marknaden verkar utgå ifrån. I en undersökning som PWC (2019) utfört bedömer aktörer på aktiemarknaden en normaliserad riskfria ränta till 2,6 procent. I samma studie noterades att 80 procent använder den 5 eller 10-årig statsobligation som referensränta för en riskfri investering och att denna vid undersökningstillfället var 0,3 procent. Bedömningen bland de tillfrågade är alltså att den lågräntemiljö som vi befinner oss i är tillfällig.

För att få ytterligare förståelse för avkastningsnivåer för fastighetsmarknaden i Sverige följer här en sammanfattning av statistiskt material. Enligt MSCI (2019) uppgick totalavkastningen till 10,6 procent för fastighetsföretag 2018. Avkastning från driftnetto (direktavkastning) avsåg 4,0 procent och värdeförändringar avsåg resterande 6,4 procent. Grafen nedan summerar totalavkastningen för företag i svenskt fastighetsindex från 1984 till 2018.

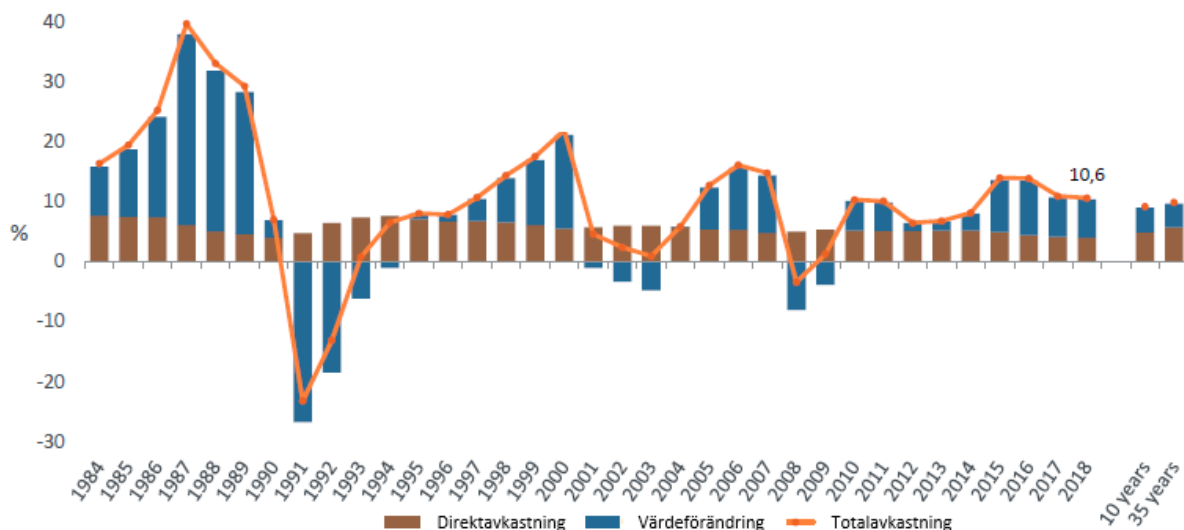


Fig 2. Totalavkastning för bolag i svenskt fastighetsindex 1984 – 2018 (MSCI, 2019).

Längst till höger i Fig. 2 ges genomsnitt för de senast 10 åren samt genomsnitt för hela 35-års perioden. Grafen visar utfall för de 35 senaste åren och ger en bild av utfall genom flera konjunkturcykler. I dagsläget noteras direktavkastningskrav för samhällsfastigheter så lågt som 4 procent (Svefa, 2019). Samtidigt är räntan på svenska statsobligationer fortsatt låg och i skrivande stund har en svensk 5-årig statsobligation en ränta på -0,40 procent och en 10-årig har en ränta på 0,21 procent.

Motsvarande graf för samhällsfastigheter ges i Fig. 3. Data är hämtad ur MSCI databas och begränsas till år 2012 och framåt vad gäller samhällsfastigheter och visar totalavkastning samt direktavkastning och värdeförändring. Eftersom segmentet samhällsfastigheter är relativt ungt är data innan år 2012 ej relevant eftersom underlaget består av en bråkdel av de fastigheter som omfattas av 2012 och framåt. Noterbart är att genomsnittlig totalavkastning för perioden är 8,3 procent där direktavkastningen står för 5,5 procent och värdeförändring står för 2,8 procent.

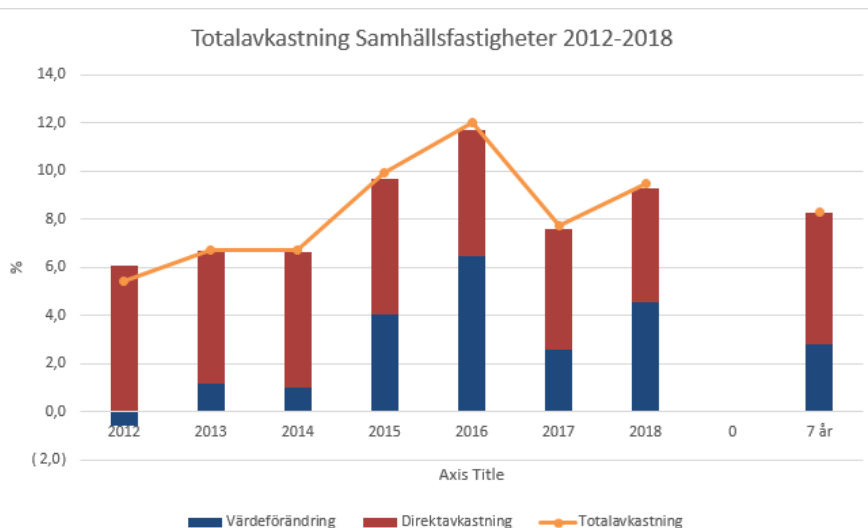


Fig. 3. Totalavkastning för samhällsfastigheter i Sverige 2012-2018, (MSCI, 2019).

Perioden i Fig. 3 speglar inte en hel konjunkturcykel och har präglats av stigande marknadsvärden vilket ytterligare kan styrkas med Fig. 4 som visar på avkastningskravet utveckling för perioden 2010-2018.

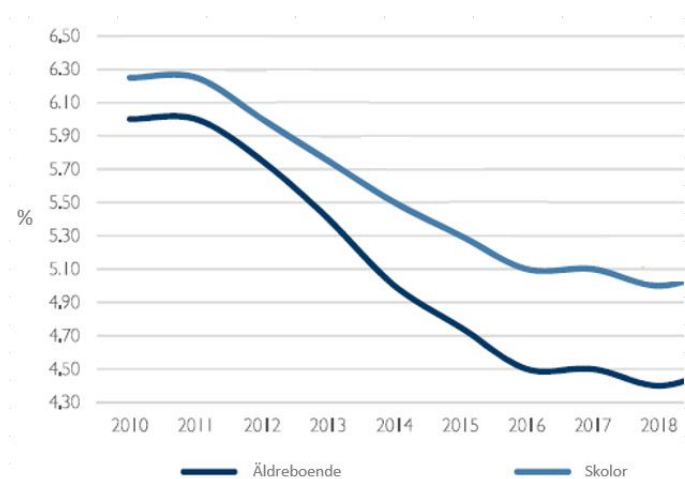


Fig. 4. Direktavkastningskrav för skolor och äldreboenden i Sverige 2010 – 2018 (Catella, 2019).

Som framgår av grafen ovan har direktavkastningskravet för äldreboenden och skolor minskat under de senaste åtta åren. Vid marknadsvärdesbedömning med avkastningsmetoden härleds direktavkastningskravet ifrån marknaden genom analys av genomförda transaktioner (Persson, 2011). Genom analys av genomförda transaktioner är syftet att bedöma vilken avkastning marknadsaktörer kräver för en jämförbar investering. Den noterade direktavkastningsnivån för en given transaktion behöver dock inte vara korrekt om exempelvis det bedömda driftnettot är överskattat eller köpeskillingen är justerad och inte motsvarar marknadsvärde. Följaktligen behäftas bedömningen med osäkerheter på grund av begränsad transparens av jämförbara transaktioner (Lind och Lundström, 2009).

Som framgår av ovan stycken finns ingen detaljerad standard för hur direktavkastningskravet ska beräknas. Lind och Lundström (2009) påpekar att det leder till en stor osäkerhet och svårtolkade nivåer. Det visar sig även att marknadsrapporter som ges ut av de större konsultföretagen där direktavkastningsnivåer kommuniceras ut till marknaden kan få styrande effekt på illikvida marknader. Lind och Lundström (2009) menar att detta skapar en situation där en individuell aktör har svårt att ha

en avvikande ståndpunkt avseende direktavkastning. Det skapas på detta vis en miljö där branschens trovärdighet hänger på att man håller ihop och redovisar ungefär samma nivåer. Författarna likställer situationen med fallet där flera aktörer ska prognosticera framtida BNP. I dessa fall är spridningen på prognoserna ofta låg men de gemensamma felen stora (Lind och Lundström, 2009).

5.4.3 Kapitalmarknadens påverkan på fastighetsmarknaden och direktavkastningskravet

Som nämnts tidigare har fastighetsmarknaden i Sverige genomgått en transformation från den klassiska byggmästartraditionen med att bygga, äga och förvalta till att under 1970 och 1980-talet anamma en mer finansiell syn på ägandet (Lind & Lundström, 2009). Utvecklingen under 1990-talet präglades av en ännu tydligare funktionsuppdelning av ägande, förvaltning och byggande samt ett intåg av en konsultkår. Omstruktureringen ledde till att den kommersiella fastighetsmarknaden blev en integrerad del i den globala kapitalmarknaden och att fastigheter numera betraktas som en legitim handelsvara (Nordlund och Lundström, 2011). I syfte att tydliggöra hur gällande marknadsinteraktion ser ut presenterade Geltner och Miller (2007) följande tankemodell. Modellen beskriver sambandet mellan fastighetsmarknaden, byggindustrin och hyresmarknaden samt hur dessa påverkas av bland annat kapitalmarknader.

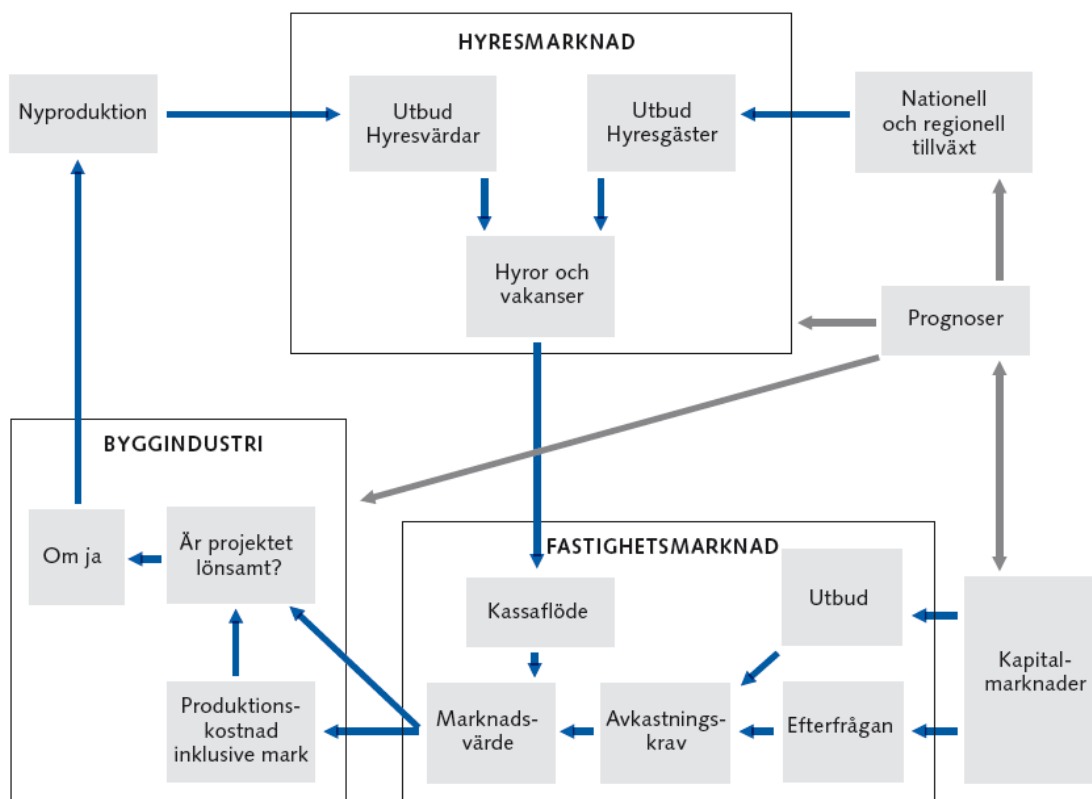


Fig. 5. En modell som visar hur tillväxt och kapitalmarknad länkas med fastighetsmarknad byggindustri och hyresmarknad, Geltner & Miller m.fl. (2007) tolkat av Nordlund och Lundström (2011).

Modellen återger hur ekonomisk tillväxt tillsammans med kapitalmarknadens avkastningskrav skapar drivkraft för resterande marknader och industrier. Det framkommer tydligt att fastighetsmarknaden påverkas av kapitalmarknadens så till vida att avkastningskravet formuleras på den senare för att sedan appliceras på den tidigare (Nordlund & Lundström, 2011).

Ett förenklat exempel på hur utbud och efterfrågan på kapitalmarknaden påverkar avkastningskrav på fastighetsmarknaden kan förklaras enligt följande. En låg ränta på kapitalmarknaden ger ökad tillgång

på kapital för de fastighetsägande bolagen, då särskilt för de stora etablerade företagen som kan ta in kapital på flera sätt exempelvis nyemissioner, emittera obligationer samt andra alternativa finansieringsformer. Detta sker samtidigt som pensions- och försäkringskapitalet samt andra institutionella investerare ökar sin allokering och viktning på fastighetsinvesteringar eftersom alternativa placeringar inte är lika attraktiva i en lågräntemiljö vilket leder till en ökad efterfrågan på fastigheter (Svefa, 2018). Fastighetsmarknaden är trög att reagera på ökning i efterfrågan på grund av att det tar lång tid att bygga nytt (Nordlund & Lundström, 2011). Sammantaget leder detta till obalans mellan utbud och efterfrågan och ett sjunkande avkastningskrav.

Ovan resonemang mynnar ut i att kunskap om kapitalmarknaden och dess påverkan vid värdering av fastigheter är essentiell del för att skapa en helhetsförståelse kring fastighetsmarknaden och hur marknadsvärden uppstår.

5.4.4 Kalkylräntan

Kalkylräntan används i kassaflödesmetoden för diskontering av kassaflöden och restvärde och kan likt direktavkastningskravet beskrivas på flertal sätt. I Fastighetsnomenklatur (2011) beskriver Persson kalkylräntan ur ett teoretiskt perspektiv på följande vis:

$$\text{Kalkylränta} = \text{Realränta} + \text{inflation} + \text{riskfaktor}$$

$$\text{alt. Kalkylränta} = \text{nominell riskfri obligationsränta} + \text{risktillägg}$$

Den matematiskt korrekta relationen ges av den så kallade Fischer formeln:

$$\text{Kalkylränta} = (1 + \text{realränta}) * (1 + \text{inflation}) * (1 + \text{risk})$$

Härledning kan även ske från direktavkastningskravet:

$$\text{Direktavkastning} = \text{Kalkylränta} - \text{driftnettoförändring}$$

$$\text{alt. Direktavkastning} = \text{Kalkylränta} - \text{värdeförändring}$$

Som framgår av ovan stycke finns ingen detaljerad standard för hur kalkylräntan ska beräknas. Persson menar att kalkylräntan är beroende av en rad situationsspecifika förhållanden av såväl samhälls- som subjekt- och objektrelaterad natur och att man bör beakta om investeringsrisker skall avspeglas i kalkylräntan eller på annat sätt (2011). Det är av stor vikt att detta tas i beaktande tidigt i värderingsprocessen för att undvika dubbelräkning.

Kalkylräntan som används för att beräkna nuvärdet av framtida kassaflöden kan teoretiskt motsvara kravet på total avkastning, se ovan (Lind och Lundström, 2009). I praktiken används oftast direktavkastningskravet justerat för inflation för att få kalkylräntan. Teoretiskt innebär det att modellen antar en värdetillväxt som motsvarande inflationen och att fastigheten bibehåller ett reellt värde.

Enligt RICS Red Book (2017) kan värderare i praktiken använda ett flertal olika metoder för att beräkna kalkylräntan. Däribland nämns observerade nivåer som härleds från marknaden. När kalkylräntan bestäms av en värderare bör hänsyn även tas till (RICS, 2017):

- Vilken risk som associeras med tillgången och kassaflödet
- Vilken typ av tillgång som värderas
- Vilka nivåer som implicit kan beräknas från transaktioner i marknaden

- Det geografiska läget för tillgången och marknaden
- Tillgångens livslängd

5.4.5 Restvärdet

I teorin ges inte mycket utrymme åt restvärdet. Detta kan ha sin förklaring i att förfarandet för att bedöma restvärdet har i princip samma matematiska grund som bedömning av värdet under kalkylperioden. Alla kalkyler utöver de som baseras på evighetskapitalisering kräver ett restvärde (Persson, 2011). I RICS Red Book (2017) anges att ett restvärde ska bedömas för tillgångar var ekonomiska livslängd sträcker sig längre än kalkylperioden. Här nämns även att kalkylräntan som används för att nuvärdesberäkna restvärdet vanligtvis utgörs av samma räntesats som för kassaflödet. I RICS standard anpassad för den Svenska marknaden (2016) anges att differentierade kalkylräntor kan användas i de fall när hyresavtalets utformning resulterar i lägre risk under hyresperioden. En värderare ska ta hänsyn till följande vid bedömning av restvärdet enligt RICS Red Book (2017):

- Tillgångens livslängd
- Framtida potentiell tillväxt
- Förväntad risk hos tillgången

När kalkylräntan bestäms anger RICS (2016) att så kan ske med utgångspunkt i en relevant obligation med lång löptid samt justering för fastighetsrisk och ska relateras till fastighetens marknadsposition.

Lind och Lundström (2010) framhäver att värdet av en samhällsfastighet kan utgå ifrån olika scenarion baserat på dess användning:

- Marknadsvärde utifrån bibehållen användning som exempelvis skola eller äldreboende
- Marknadsvärde utifrån annat ändamål. Exempelvis kan ett befintligt äldreboende ställas om till bostadsändamål alternativt kan byggnaden rivas och ny byggnad med annat ändamål uppföras.

Ovan förutsättningar är högst aktuellt vid bedömning av restvärdet då de olika alternativen med största sannolikhet betingar olika marknadsvärden.

I kassaflödesmetoden utgörs restvärdet av det marknadsvärde som fastigheten bedöms ha i slutet på kalkylperioden och beräknas enligt teorin med hjälp av Gordons formel vilken sedan nuvärdesberäknas med en kalkylränta. Av matematiska skäl får restvärdet minskad påverkan på marknadsvärdesbedömningen med ökande kalkylperiod och med högre kalkylränta. Således behäftas restvärdet med samma problematik gällande antaganden som nämnts ovan för direktavkastningsmetoden. I teorin beräknas restvärdet med hjälp av Gordons formel:

$$\text{Restvärde} = \frac{Dn}{(r - g)}$$

Dn = Normaliserat driftnetto

r = avkastningskrav

g = konstant tillväxt i framtida driftnetto

I praktiken översätts ovan beräkningsmodellen genom att dividera ett bedömt normaliserat driftnetto året efter kalkylperiodens sista år med ett bedömt direktavkastningskrav sista kalkylåret, denna benämns även exit yield (Persson, 2011).

$$\text{Restvärde} = \frac{\text{Normaliserat driftnetto}}{\text{Direktavkastningskrav sista kalkylåret}}$$

I värderingshandledning av RICS anpassad för den svenska marknaden (2016) framkommer att det direktavkastningskrav som används vid beräkning av restvärdet ska anpassas efter fastighetsmarknaden med avseende på fastighetens geografiska läge, prognosticerad marknadsutveckling med hänsyn till fastighetens fas i den ekonomiska livscykeln samt antagen hyresutveckling i kalkylen. Vidare gäller att det normaliserade driftnetto som restvärdet beräknas på ska beakta en långsiktig vakansgrad.

Av ovan framkommer att storleken på restvärdet bestäms av följande komponenter:

- Exit yield
- Normaliserat driftnetto
- Långsiktigt antagen vakansgrad

För att bedöma var och en av komponenterna måste värderaren ha en uppfattning om objektet för den tidpunkten då restvärdet ska bedömas (RICS, 2017).

Noterbart är att ett restvärde som ligger närmre i tiden generellt ett större bidrag till marknadsvärdet kontra ett restvärde som ligger längre fram i tiden, allt annat lika. Detta beror på att ett restvärde längre fram i tiden diskonteras flera år. Notera att detta förhållande innebär att i de fall när restvärdet är längre bort i tiden ges kassaflödet en större andel av marknadsvärdet, allt annat lika, och vice versa enligt följande graf. Det bör noteras att avkastningskravet rimligtvis bör justeras utefter kvarvarande hyrestid på kontraktet varför grafen är av principiell karaktär och inte helt återger verkligheten.

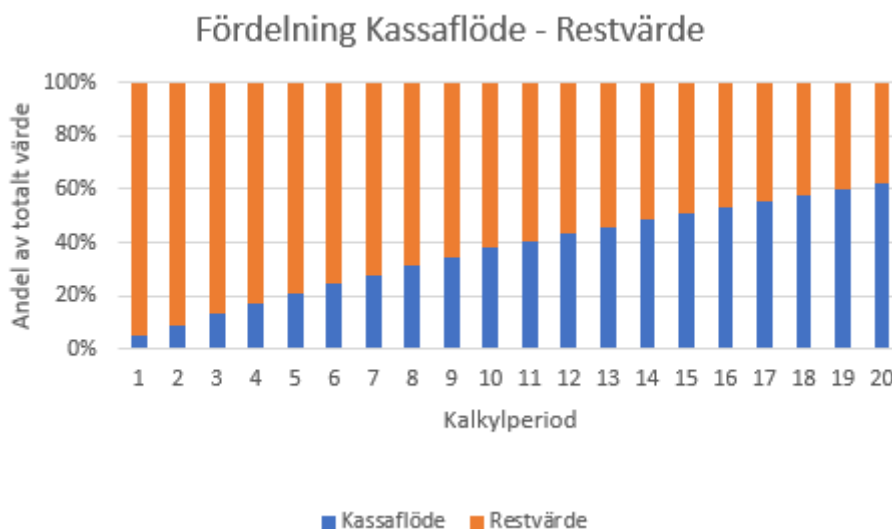


Fig. 6. Principmodell fördelning mellan kassaflöde och restvärde med varierande kalkylperiod, avkastningskrav 5 %.

5.4.6 Hållbarhetsaspekter

En hållbar utveckling är en utveckling som tillfredsställer dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillfredsställa sina behov och innefattar såväl ekonomiska, miljömässiga och sociala aspekter (Bruntland Commission, 1987). Vid bedömning av restvärdet bör hänsyn tas till hållbarhetsaspekter eftersom detta kan påverka värdet avsevärt. I RICS Red Book (2016) pekar man på att värderaren ska ta hänsyn till hur miljöaspekter kan påverka marknadsvärdet på såväl lång som kort sikt. En kontaminerad fastighet kan exempelvis betinga ett negativt restvärde och en fastighet som ligger nära havet kan potentiellt hamna under havsnivån i framtiden på grund av havsnivåhöjningar.

Här nämns även hur hållbarhetsfaktorer i allt större utsträckning utgör viktiga beståndsdelar i marknadsvärdesbedömning av ett objekt. Detta kan vara aktuellt i de fall där fastigheten knyts till en finansieringskälla så som gröna obligationer. Tom Kauko och Mauezio d'Amato (2012) argumenterar i en forskningsartikel att fastighetsvärderingar i större utsträckning bör ta hänsyn till hållbarhetsaspekter och att exempelvis gröna byggnader bör ges en lägre riskpremie. Lützkendorf och Lorenz (2018) menar att det finns en betydande marknadspotential för hållbara investeringar i fastigheter vad gäller såväl produkter som tjänster och att hållbarhetsaspekter bör implementeras i värdering av fastigheter i syfte att återspegla den potential som finns. I vilken utsträckning detta sker har författaren inte funnit några källor till. Vidare hävdar Lützkendorf och Lorenz (2018) att hållbarhetsaspekter inte bidrar till prisbilden som vid värderingsförfarandet i dag.

5.5 Värderares roll

Värderaren ska i enlighet med den värderarsed som Samhällsbyggarna (2019) samt RICS (2017) förespråkar ha en oberoende ställning vid externa värderingsuppdrag. Crosby, Baum och Gallimore (2011) har undersökt vilken påverkan värderare och värderingar har på fastighetsmarknaden i Storbritannien och kommit fram till att värderingar inte står över marknaden men utgör en väsentlig del av den. Vidare visar studien att klient-påverkan med selektiv information existerar och förekommer samt att värderingar främst påverkar vilka fastigheter som säljs snarare än de som förvärvas.

6. Empiri

6.1 Internt genomförda värderingar

Granskningen av bolagets bestånd vid utgången av 2018 avser totalt 104 stycken äldreboendefastigheter om 466 000 kvadratmeter uthyrbar area och 98 stycken skolfastigheter om 443 000 kvadratmeter uthyrbar area. Sett till antalet objekt samt genomsnittlig storlek anses de två segmenten därmed jämförbara. Hela beståndet har värderats utifrån en kalkylperiod om 20 år. Att applicera samma kalkylperiod för samtliga objekt i ett bestånd vid årsskiftesvärderingar är praxis. Längden på kalkylperioden kan variera beroende på fastighetssegment och vem som är beställare av värderingen. Att kalkylperioden bestämts till 20 år baseras på att beståndet har en genomsnittlig lång kvarstående hyrestid vilket är i linje med samhällsfastigheter generellt. I övrigt används samma kalkylränta för diskontering av kassaflöden som för restvärdet.

Data som har analyserats mottogs i elektronisk form sammanställt i tabellformat av företagets interna värderare efter godkännande av det externa värderingsföretaget. Genom sammanställning av data från årsskiftesvärderingar redovisade för 2018 har information som direkt påverkar restvärdesbedömningen extraherats. Värden som ges i samtliga tabeller i detta avsnitt är beräknade som ovägda genomsnitt och är ej vägda. Vad gäller det långsiktiga avkastningskravet framkommer att äldreboenden har lägre avkastningskrav jämfört med skolor, se tabell 1.

	Intervall för direktavkastningskrav	Genomsnitt
Äldreboende	4,10 - 7,50 %	4,84%
Skola	4,38 - 9,00 %	5,57%

Tabell 1. Sammanställt av data från externa värderingar.

Genomsnittligt direktavkastningskrav för äldreboenden var 4,84 %, motsvarande för skolor var 5,57 %. Intervallet för direktavkastningskravet säger oss att på objektsnivå finns det således skolor med lägre direktavkastningskrav än äldreboenden, om jämförelse sker oavsett geografiskt läge. Skillnaden mellan

det genomsnittliga avkastningskravet mellan de olika fastighets typerna uppgår därmed till 73 punkter vid granskning av hela portföljen.

I syfte att belysa ortens betydelse för avkastningskravet kan det genomsnittliga avkastningskravet beräknas och uppdelas enligt följande uppställning:

Exit Yield	Storstads-region	Expansiva regionorter	Regionort	Mindre orter	Småort	Sverige
Äldreboende	4,70%	4,67%	5,02%	5,02%	5,48%	4,84%
Skola	5,52%	5,22%	5,31%	5,52%	6,77%	5,57%
Differens	0,82%	0,55%	0,29%	0,50%	1,29%	0,73%

Tabell 2 Sammanställt av data från externa värderingar.

Det framkommer av ovan att det genomsnittliga avkastningskravet för äldreboenden är lägre än det för skolor när granskning sker utifrån demografiska lägesförutsättningar. Storleken på skillnaden varierar mellan olika områden enligt tabell 2 ovan.

I nedanstående tabell sammanställs genomsnittet för den långsiktigt antagna vakansgraden vilken används vid bedömning av restvärdet. Som jämförelse ges även den faktiska genomsnittliga vakansgraden för 2018.

	Skola	Äldreboende	Differens
Antagen långsiktig vakans	4,10%	2,80%	1,30%
Faktisk vakans	3,32%	0,02%	3,30%
Differens	0,78%	2,78%	-

Tabell 3 Sammanställt av data från externa värderingar.

Det går att utläsa att den faktiska vakansgraden för skolor är högre än den för äldreboenden, vilken är nästintill obefintlig. Detta speglas i den antagna långsiktiga vakansgraden vilken bedöms som lägre för äldreboenden än för skolor. Notera att den faktiska vakansgraden utgör utfallet vid årsskiftet till skillnad från den antagna vakansgraden som används vid bedömning av restvärdet vilken är långsiktig. I tabellen nedan är vakansantaganden nedbrutna på geografisk nivå utefter befolkningsutvecklingen på orten.

Antagen långsiktig vakansgrad	Storstads-region	Expansiva regionorter	Regionort	Mindre orter	Småort	Sverige
Äldreboende	2,6%	2,5%	2,6%	2,5%	3,8%	2,8%
Skola	3,5%	4,2%	3,9%	5,3%	3,7%	4,1%
Differens	0,9%	1,7%	1,3%	2,8%	-0,1%	1,3%

Tabell 4 Sammanställt av data från externa värderingar.

För äldreboenden är vakansnivån relativt stabil oavsett ort samtidigt som den för skolor fluktuerar beroende på ort. I tabellen 5 ges genomsnittlig hyra i enhet kronor per kvadratmeter för respektive fastighetssegment.

	Utgående hyra	Marknadshyra	Differens
Äldreboende	1 668	1 585	-4,98%
Skola	1 831	1 767	-3,50%

Tabell 5. Sammanställt av data från externa värderingar.

Utgående hyra avser hyran för kalkylperiodens sista år, dvs. år 2038. Antagen hyra för restvärdesberäkning utgörs av marknadshyran år 2039 i tabell 5 ovan. Den genomsnittliga normaliserade hyran förväntas således sjunka reellt för såväl skolor som äldreboenden. Kostnader som används vid beräkning av det normaliserade driftnettot antas vara samma som för kalkylperioden och justeras enbart med inflationen.

För att undersöka sambandet mellan initiala direktavkastningen och exit yield togs följande tabell fram:

	Initial Direktavkastning	Exit yield	Differens
Äldreboende	5,57%	4,84%	0,73%
Skola	5,17%	5,57%	-0,40%

Tabell 6 Sammanställt av data från externa värderingar.

I ovan summering ser vi att den initiala direktavkastningen är större än exit yield för äldreboenden och att motsatta samband är sant för skolor.

Genom att summera nuvärdet av restvärdet för samtliga fastigheter och ställa det i relation till det totala marknadsvärdet av samma fastigheter ges hur stor andel av marknadsvärdet som restvärdet står för. För såväl skolor som äldreboenden resulterade beräkningarna i att ungefär 38 procent av marknadsvärdet utgörs av restvärdet. Detta beror till största del på att kalkylperioden är bestämd till 20 år.

6.2 Intervjuer

6.2.1 Restvärdesrisker

Vid intervjutillfällena framkom en nästintill unison syn på hur restvärdesrisken för samhällsfastigheter prisas in i dagsläget vilket kan exemplifieras av ett uttalande av Värderare A:

”Nu befinner vi oss i en högkonjunktur och många investerare blundar nästan helt för restvärdesrisken”

Värderare A vidareutvecklar genom att poängtera att investerare inte kan lägga in för mycket risk på restvärdesbedömningen för då är det någon annan som köper. I lågkonjunktur reflekterar investerare mer på restvärdet, menar Värderare A. I lågkonjunktur läggs mer fokus kring om investeringar är nödvändiga, om hyran kan omförhandlas till högre nivåer vid kalkylperiodens slut eller om det krävs en premie på driftnettot idag för att kunna hantera investeringar vid kalkylperiods slut. I linje med ovan menar Värderare D att:

”Ska man köpa så kan man inte lägga på en riskpremie på restvärdet idag utan då hoppas man lite att det löser sig där borta längre fram i tiden”

Detta framkommer även i samtal med Värderare B som pekar på sambandet mellan den relativa storleken på restvärdet och initial direktavkastning:

”Läggs för mycket risk i restvärdet ges en för hög initial direktavkastning som inte speglar marknaden”.

Värderare C understryker vidare att det är inte så mycket fundamentala grunder som styr bedömning av restvärdet idag utan snarare hur marknaden resonerar. Värderare B menar dock att restvärdet formas av det man vet i dagsläget och om det finns anledning att tro att någonting kommer att förändras för objektet i framtiden.

6.2.2 Värderingsmetod

Alla tillfrågade värderare svarade att de använder kassaflödesmetoden understödd av ortsprisanalys vid värdering av samhällsfastigheter. Flertalet påpekade att metoden anses vara vedertagen norm för fastighetsvärderare i Sverige. Värderare D påpekade att andra metoder kan användas men att det i sådant fall sker på uppmaning av beställaren. Alla tillfrågade poängterade att det på flera orter råder informationsbrist på ortsprismaterialet för samhällsfastigheter. Två av respondenterna hävdade att det finns oftast tillräckligt ortsprismaterial för äldreboenden men att det oftast är brist på jämförelsematerial för skolor. Vid brist på material påpekar samma värderare att problemet löses genom att antingen bredda sökområdet utanför orten med bibehållet krav på att jämförelseobjekt ska ha samma användning alternativt begränsar man sökningen till orten men breddar användningsområdet till att omfatta andra användningsområden, exempelvis bostäder och kontor. De nyckeltal som inhämtades genom ortsprisanalys var kronor per kvadratmeter (areametoden) samt direktavkastning (nettokapitaliseringsmetoden).

6.2.3 Lägesbedömning

Vad gäller lägesbedömning svarade de tillfrågade unisont att läget är en central del i bedömning av restvärdet men att det principiellt inte spelar någon roll under hyrestiden.

Värderare A beskriver vidare:

”Spelar ingen roll om objektet ligger mitt i centrala Stockholm eller någonstans mitt i skogen. Driftnettet är bara så säkert som hyresgästen under kontraktperioden. Däremot har du en enorm skillnad i restvärdesrisk som beror på läget”

Samtliga beskriver hur analys av orten sker efter genomgång av demografiska nyckeltal, såväl historiskt utfall som prognos av framtida utveckling. Bedömning sker även utifrån näringsliv och arbetsmarknad. De beskriver vidare hur bedömning av läget även beror på typ av objekt. Här särskiljer tre av fyra tillfrågade på skolor och äldreboenden. För skolor görs bedömningen utifrån underlaget för elever i framtiden. En respondent tog upp förskolor i nybyggnadsområden som exempel och utvecklade resonemanget genom att ifrågasätta hur efterfrågan på förskoleplatser kommer att utvecklas framöver när invånarna i nybyggnadsområdet blir äldre och barnkullarna minskar. Äldreboenden bedömdes inte vara lika lägesberoende utifrån befolkningsunderlaget och analysen av läget fokuserade på det konkurrerande utbudet i närområdet istället menar Värderare B.

Vid bedömning av läget för skolor påpekar värderare C att bedömning bör genomföras utifrån socioekonomiska och demografiska grunder eftersom detta kommer att vara delvis styrande i om det fortsättningsvis kommer att vara en skola på fastigheten efter att gällande hyreskontrakt löper ut.

Generellt ges en bild av att stora delar av analysen som ligger till grund för lägesbedömningen av samhällsfastigheter på ortsnivå inte skiljer sig från hur bedömningen sker för resten av fastighetsmarknaden. Särskiljande drag finns på mikronivå enligt respondenterna.

6.2.4 Kalkylperiod

Samtliga respondenter svarade att man använder en kalkylperiod som motsvarar återstående löptid på hyreskontraktet. Det framkom även att detta förfarande framför allt gäller vid så kallade styckevärderingar, dvs. när endast en fastighet värderas. Vid värdering av stora bestånd eller portföljer med varierade återstående löptider används en och samma kalkylperiod. Tre respondenter uppskattade kalkylperioden till 5 eller 10 år i dess fall men poängterade att för samhällsfastigheter kan denna förlängas till 20 år. Två respondenter utvecklade sitt resonemang och förklarade att kalkylperioden bestäms tillsammans med beställaren och kan variera beroende på investeringsprofil.

”Vi anpassar kalkylen efter avtalsstrukturen. Skulle du ha ett 20-årigt avtal anpassar vi kalkylperioden efter det. Framförallt för att fånga upp styrkan och kvaliteten i driftnettot. I dessa fall står nuvärdet av driftnettona för merparten av värdet så att restvärdet blir inte så tungt i sammanhanget”, Värderare A.

På frågan om värderaren lägger mer fokus på restvärdet vid kortare kalkylperioder som tillämpas i de fall när återstående hyrestid är relativt kort jämfört med de fall när kvarstående hyrestid uppgår till 20 – 25 år svarade alla respondenter att så inte är fallet. De tillfrågade påpekade att bedömningen av restvärdet föregås av samma analys oavsett återstående hyrestid men att osäkerhet kan vara mindre ju närmre i tid restvärdet ska bedömas. Således behäftas inte restvärden som är närmre i tid med lika stor osäkerhet.

6.2.5 Kalkylräntan

På frågan om samma kalkylränta används för kassaflöden som för restvärdet svarade samtliga respondenter att man varierar förfarande från fall till fall. I normalförfarandet beräknas kalkylräntan som avkastningskravet med tillägg för förväntad inflation. De tillfrågade klargjorde även att anledningen till att tillämpa olika kalkylräntor är om det finns anledning att särskilja riskbedömningen. Här framkom att samtliga värderare enbart tillämpar en lägre kalkylränta om hyresgästen är stat, kommun eller landsting eftersom det minskar motpartsrisken. Värderare A exemplifierar:

”Ytterligheten är om du har en statlig hyresgäst på ett triple-net avtal. Då är driftnettot lika säkert som en statsobligation i stort sätt”.

[Förtydligande: i ett triple-net avtal är hyresgästen ansvarig för alla löpande drift- och underhållskostnader].

Utöver kravet på offentlig hyresgäst underströk två av värderarna att de endast sänker kalkylräntan för kassaflöden om objektet uppnår en viss volym men även i dessa fall kan det bero på uppdragets förutsättningar.

6.2.6 Avkastningskrav

På frågan hur direktavkastningskravet bestäms svarade samtliga initialt att det härleds från marknaden för att sedan vidareutveckla sina resonemang.

Värderare C påpekade kapitalmarknadens inverkan på avkastningskravet:

”Marknaden styr. Framför allt mängden kapital på marknaden och vad kapitalet kostar”

Utöver detta påpekar samtliga värderare att parametrar så som ort, kontraktslängd, typ av hyresgäst och lokalslag väger in i bedömning av det marknadsmässiga direktavkastningskravet.

Värderare C vidareutvecklar genom att förklara att räntor och kapitalkostnader har sjunkit över tid vilket har pressat ner avkastningskravet för fastigheter generellt. Investerare söker sig nu till objekt med långa och säkra kontrakt, menar Värderare C.

Värderare A menar att:

”Tanken med en värdering är att spegla hur en investerare ser på fastigheten. Avkastningskravet och kalkylräntan justeras utefter den förutsättningen, annars speglar man inte hur marknaden resonerar”

Värderare A vidareutvecklar sitt resonemang med att förklara att man i hans tycke gör det lite enkelt för sig om man säger att den initiala avkastningen är en blended yield. Man måste kolla på den initiala direktavkastningen och den normaliserade avkastningen. Idag är det dock mycket fokus på den initiala avkastningen anser Värderare A.

[Förtydligande: Vid värdering med kassaflödesmetoden fås en initial direktavkastning som beräknas som första årets driftnetto delat med marknadsvärdesbedömningen men även den normaliserade avkastningen, även kallad exit yield, som sätter det normaliserade driftnettot i relation till restvärdesbedömningen. I de flesta fall skiljer sig dessa åt varför man kan kombinera dem genom att beräkna en viktad genomsnittlig avkastning, även kallad blended yield].

Värderare B för samma resonemang som Värderare A och förtydligar att när man i ett värderingsförfarande justerar exit yield måste man se vilken påverkan det får på den initiala direktavkastningen.

Värderare D menar att avkastningskravet till stor del styrs av läget och att centrala delar av storstadsregionerna särskiljer sig från resten av landet. Värderare D menar att det är relativt stabila avkastningskrav oavsett ort vilket består i att behovet samhällsfastigheter kommer att bestå under en väldigt lång tid. Vidare menar Värderare D att vi hittills inte har sett några transaktioner i exempelvis Norrlands inland varför det är svårt att generalisera.

6.2.7 Ombyggnadsbehov

Samtliga tillfrågade påtalade att det vanligaste fallet för ombyggnad är ändrade myndighetskrav för exempelvis hygienutrymmen i äldreboenden. Hur dessa hanteras varierade beroende på kalkylperiod. Ombyggnadsbehov som uppstår vid kalkylperiodens slut vid en lång kalkyl hanteras sällan separat utan fångas upp genom att justera upp avkastningskravet hävdar Värderare C och D. I de fall när ombyggnadsbehoven är kända kan investeringen även läggas i det normaliserade driftnettot hävdar Värderare C men menar att så är nästan aldrig fallet.

Värderare B påpekade att stora investeringar som krävs för att vidmakthålla användningen hos ett objekt är enklare att kontraktsmässigt lägga över på hyresgästen för skolor än vad det är för äldreboenden vilken man bör ta i beaktande vid bedömning av restvärdet.

Värderare C gjorde gällande att alternativ användningen till stor del styr restvärdet. I de fall där byggnaden kan tänkas ha en alternativ användning bör hänsyn tas även till en sådan ombyggnation.

6.2.8 Vakansrisk

Samtliga respondenter ansåg att vakansrisken för samhällsfastigheter är lägre än för andra fastighetsslag. Tre av fyra tillfrågade svarade att de tar hänsyn till den långsiktiga vakansgraden vid bedömning av restvärdet genom att applicera en långsiktig ekonomisk vakansgrad på några procent av hyresvärdet. Värderare A menar att bedömning av storleken på vakansgraden är svårfångad så till vida att man måste bedöma det specifika objektets kvaliteter och konkurrenskraft kontra resten av marknaden. Samtliga värderare bedömde att vakansgraden för äldreboenden är lägre än den för skolor. Värderare D menar att lägesfaktorn har en stor påverkan på vakansrisken och att för objekt i bra läge kan vakansgraden sättas till noll.

Värderare B pekar på ett särskiljande drag för samhällsfastighet kontra andra fastighetsslag:

”Samhällsfastigheter är väldigt digitala. Antingen är de fullt uthyrda eller så är de tomställda”

Även Värderare A påpekar detta och poängterar även att den långsiktiga vakansgraden inte speglar uthyrningsgraden vid ett givet tillfälle efter kalkylperioden utan används för att spegla att objektet kan stå tomt från tid till annan, exempelvis mellan olika hyresavtal eller vid ombyggnationer.

Värderare C för samma resonemang och vidareutvecklar:

”Ett sätt att se på det är att en vakansgrad på exempelvis 5 % kan översättas till att objektet står tomt ett år under en tjugoårsperiod”

6.2.9 Normaliserat driftnetto

Samtliga respondenter hävdade att i normalfallet bedöms det normaliserade driftnettot genom uppräknings av det faktiska utgående driftnettot för det sista året på kalkylperioden. Värderare D påpekar att jämförelse alltid sker med vedertagen marknadshyra för objektet. Skulle det vara en diskrepans justeras hyran för det normaliserade driftnettot sådan att det överensstämmer med marknadshyran. Gällande antaganden för kostnader i det normaliserade driftnettot utgår samtliga värderare från samma kostnader som applicerats under kontraktstiden, justerat för inflation.

Tre av fyra värderare lyfte fram problematiken med produktionsbaserad hyra vid bedömning av det normaliserade driftnettot.

”Det är problematiskt att bedöma det normaliserade driftnettot för att den faktiskt utgående hyran och driftnettot delvis blir styrande. Exempelvis är det inte ovanligt med en produktionsbaserad hyra som är ganska hög och att man

realistiskt kan förvänta sig att den kommer att förhandlas ner i framtiden. Likväl måste man ta hänsyn till den faktiska hyran. Även om det finns en restvärdesrisk i att hyran går ner kan man inte fullt ut ta den idag”, Värderare A.

[Förtydligande: Vid nybyggnation utgörs hyran oftast av en produktionsbaserad hyra vilket innebär att den justeras utefter vad den faktiska produktionskostnaden blir eller bedöms till.]

6.2.10 Politisk risk

Intervjuerna gav en samlad bedömning att den politiska risken är väldigt svår att förutspå och även att prissätta. Samtliga tillfrågade menade att marknaden är medveten om den politiska risken men att det är oklart om den prisas in vid värderingsförfarandet. Flertalet av respondenterna gjorde gällande att marknaden lägger mer fokus på politisk risk vid de tillfällen då ämnet är mer aktuellt exempelvis under ett valår eller om det pågår offentlig utredning som berör ämnet.

*”Jag bedömer att marknaden tar väldigt lite hänsyn till den politiska risken”,
Värderare A.*

Två av respondenterna nämnde fastighetsskatten som ett exempel. I dagsläget är samhällsfastigheter taxerade som specialfastigheter vilket innebär att det inte utgår någon fastighetsskatt vilket kan ändras i framtiden. Tre av de tillfrågade nämnde även hur en framtida ändring av mervärdesskattelagstiftningen kan tänkas påverka samhällsfastigheter. Detta med anledning av att privata utövare inom vård och utbildning enligt dagens definition ej anses bedriva momspliktig verksamhet vilket får direkt genomslag på hyresnivåer samt i produktionskostnader vid nybyggnation och leder till att båda blir högre än för en hyresgäst som bedriver momspliktig verksamhet eller som kan kompenseras för moms, exempelvis offentlig sektor.

En av respondenterna påpekade att om politiken i framtiden skulle lagstifta bort möjligheten för privata aktörer att exempelvis bedriva skol- och vårdverksamhet behöver det inte nödvändigtvis innebära negativ påverkan för fastighetsägaren. Respondenten förde resonemanget att om efterfrågan för skolor och äldreboenden består kommer inte dessa fastigheter att stå tomma och en kvalificerad gissning är att kommunen tar över huvudmannaskapet och således hyreskontraktet.

Värderare A menar att synen hos investerare är att samhällsfastigheter är säkra och man glömmer ibland de risker som finns även under hyrestiden. Objekt bör enligt samma värderare hanteras olika beroende på lagstiftning. Tydligaste exemplet är att ett äldreboende kan dömas ut som ej brukbart för att de inte uppfyller dagens krav och normer. Detta kräver i sin tur enorma investeringar för att det ska bli brukbart igen.

Gemensamt för alla respondenter är att i den mån den politiska risken tas hänsyn till vid värderingsförfarandet sker så, även i detta fall, i avkastningskravet.

6.2.11 Hållbarhet

På frågan kring vilka andra aspekter som påverkar restvärdesbedömningar noterades att två värderare nämnde miljöklassificering. Anledningen till att de i vissa fall tar hänsyn till miljöklassificering är att det anses mer attraktivt ut marknads synvinkel. En av värderarna hävdar vidare att vissa bolag lägger stor vikt på miljöklassificering då det möjliggör gröna finansieringskällor så som gröna obligationer.

7. Analys och diskussion

Fastighetsvärdering, framförallt restvärdesbedömning, är beroende av osäkerhet och antaganden gällande framtiden. Dels för att människan på grund av begränsningar i tid och rum inte kan förutspå framtiden, dels för att marknaden för fastigheter inte är transparent. Av denna anledning är risk ett centralt begrepp som används för att parera de osäkerheter som uppstår vid bedömning av restvärdet. Allt sådant som en värderare inte med säkerhet vet kommer direkt eller indirekt att kompenseras med en riskkomponent. Lind och Lundström (2011) hävdar att investeringar i fastigheter beror på förväntad avkastning i relation till risk men även av hur risken för en viss investering förhåller sig till risken för alternativa placeringar. Således är riskbegreppet centralt i investeringsbeslut och det är därför av stor vikt att en investerare kan uppskatta hur marknaden bedömer risken för ett visst objekt eller segment. Att relativt lite risk läggs i restvärdet för samhällsfastigheter skulle därmed kunna förklaras av att det anses som låg risk relativt andra placeringar.

Generellt ges en samlad bild av hur värderare resonerar kring restvärdesbedömning men det framkommer även att justeringar av ett flertal parametrar utförs simultant för att i slutändan resultera i en värdebedömning som speglar marknaden. Det framkommer särskilt att värderingen ska ge en samlad bild av hur värdet har distribuerats mellan kassaflöde och restvärde för att exit yield och initial direktavkastning ska motsvara marknadens syn på fastigheten. Här samverkar ingående parametrar så som normaliserat driftnetto, vakansgrad och kalkylränta för att uppnå en harmoniserad modell. Här visade sammanställningen från företagets årsskiftesvärderingar att restvärdet stod för cirka 38 procent av det bedömda marknadsvärdet vid en 20-årig kalkylperiod.

Huvudsakligen sker värdebedömningen för att spegla marknadens betalningsvilja för fastigheten och ingående parametrar justeras därefter. Här noteras särskilt att antal ingående parametrar som styr restvärdet är begränsade till normaliserat driftnetto, vakansgrad och exit yield och att dessa sammantaget ska spegla alla restvärdesrisker därtill hörande osäkerheter.

Enligt värderarna justeras kalkylperioden sådan att den överensstämmer med återstående avtalad hyrestid för att på så vis fånga upp kvaliteten av kassaflödet. I företagets externa värderingar användes en 20-årig kalkylperiod för samtliga fastigheter. Anledningen är att man vid värdering av stora bestånd vill ha en homogenitet i värderingsförfarandet. Att kalkylperioden är bestämd till 20 år beror på att hela beståndet utgörs av samhällsfastigheter vilka generellt har längre avtalade hyresperioder. Noterbart är att det därmed finns avtal som redan har löpt ut innan kalkylperiodens slut samt avtal som löper längre än kalkylperioden. Detta kan vara problematiskt eftersom att den faktiska restvärdesrisken uppstår vid utgången av hyresavtalet.

Vid granskning av företagets externa värderingar framkom att restvärdet beräknas enligt Gordons Formel. I detta förfarande finns tre centrala komponenter som styr storleken på restvärdet nämligen normaliserat driftnetto, vakansgrad och direktavkastningskrav vilka behandlas nedan.

Utifrån intervjuerna bedöms det normaliserade driftnettot utifrån faktisk utgående hyra för objektet där justering oftast inte sker förutom i de fall när det är evident att gällande hyra varit baserad på produktionskostnad. Här benämns den antagna hyran för marknadshyra. De externa värderingarna visade på att antagen marknadshyra i genomsnitt har bedömts till några procent lägre än faktiskt utgående hyra. Huruvida detta beror på att en andel av fastigheterna avser nybyggnationer framgår ej av materialet. Detta förfaringsätt verkar stämma bra överens med vad Persson (2011) behandlar i Fastighetsnomenklatur där han menar att värderaren ska simulera en kalkyl för en tänkt köpare. Således kan, men behöver inte, normaliserat driftnetto stämma överens med faktiskt utgående driftnetto justerat för inflation. Samtliga värderare och företagets externa värderingar bedömde fastighetskostnaderna för beräkning av det normaliserade driftnettot som reellt oförändrade jämfört

med kalkylperioden. I praktiken bör antingen hyrorna sjunka reellt efter en lång hyresperiod eftersom hyresobjektet har blivit äldre och förslitits alternativt bör kostnaderna öka för att upprätthålla god standard. Båda resonemangen leder till ett normaliserat driftnetto som är lägre.

För vakansgraden framkommer att den i verkligheten är låg för samhällsfastigheter vilket även speglas i den antagna långsiktiga vakansgraden för restvärdesberäkningen. Här utmärker sig äldreboenden då de i genomsnitt ges en lägre långsiktig vakansgrad än skolor. Detta stämmer bra överens med de värderingar som företaget genomfört externt där vakansgraden för äldreboenden var i princip samma oavsett ort. Till skillnad från äldreboenden varierade den antagna vakansgraden för skolor mycket mer beroende på befolkningsutvecklingen på orten. Det framkom även i intervjuerna att läget påverkar bedömningen av vakansgraden. Fastigheter i bra läge kan i vissa fall även premieras med en vakansgrad på noll procent. Det fanns inga antagna vakansgrader om noll procent i bolagets externa värderingar av fastighetsbeståndet. Resonemanget som värderarna för kring vakansgraden är att den ska spegla att fastigheten kommer att stå helt tom från tid till annan vid exempelvis ombyggnationer eller mellan kontrakt. Andra värderare ansåg att samhällsfastigheter i bra geografiskt läge har en långsiktig vakansgrad på noll procent. Ett antagande om att en fastighet ska stå fullt uthyrd i all tid bör ifrågasättas om inte hänsyn tas till vakansrisken på annat sätt, förslagsvis genom att sänka antagen hyra alternativt genom att justera avkastningskravet.

Den kanske mest centrala komponenten vid värderingsförfarandet i helhet och restvärdet i synnerhet är direktavkastningskravet. I samtal med värderarna framkom hur viktigt sambandet mellan initial direktavkastning, marknadens avkastningskrav och de kalkylräntor som appliceras vid värdering är. För att tydliggöra hierarkin och sambanden kan nedan tankemodell användas.

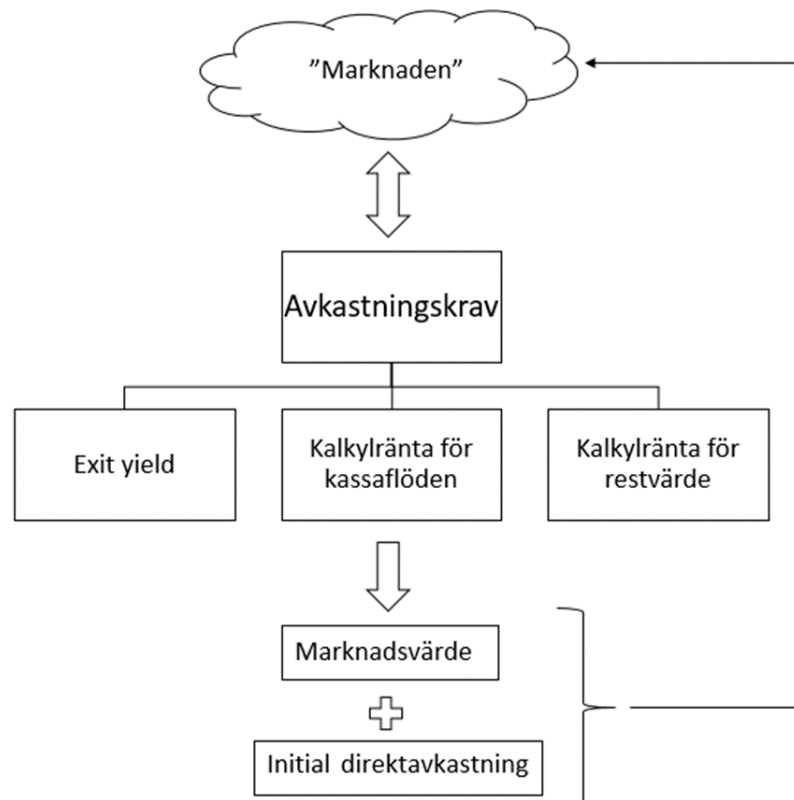


Fig. 7 Tankemodell

Där särskilt noteras att samtliga värderare beräknade respektive komponent enligt följande:

Exit yield = direktavkastningskrav

*Kalkylränta för kassaflöden = avkastningskrav + inflationsantagande **

*Kalkylränta för restvärde = avkastningskrav + inflationsantagande **

*alt. Kalkylränta för restvärde = avkastningskrav + inflationsantagande * –justering*

* i teorin bör denna komponent vara värdeökningsantagande. Vid antagande att denna motsvarar inflationen dras slutsatsen att fastigheten behåller ett reellt värde. Detta trots att den åldras och med största sannolikhet förslits.

Modellen visar hur värderaren använder marknadens avkastningskrav för att beräkna exit yield samt kalkylräntor som senare används i värderingen för att bedöma ett marknadsvärde. Det som beskrivs av värderarna är helt i linje med vad Geltner & Miller m.fl. (2007) beskriver i sin modell av fastighetsmarknaden. Även RICS (2016) påpekar detta samband och ger som vägledning att vid bedömning av marknadsvärdet, kalkylräntan och initial direktavkastning ska referens ske till relevanta transaktioner. När marknadsvärdet väl är bestämt framkommer vad den initiala direktavkastningen blir. Det är den initiala direktavkastningen som i viss mån kommuniceras till marknaden. Av de externa värderingarna gick att utläsa att den initiala direktavkastningen var högre än exit yield för äldreboenden och att motsatta förhållande var sant för skolor. Den exakta innebörden av sambandet är svårt att tyda men det tycks finnas ett samband som kan vara intressant att undersöka ytterligare.

Från intervjuerna framkom att många risker som är svåra att kvantifiera tas hänsyn till då avkastningskravet bestäms. Samtidigt menar flera av värderarna att avkastningskravet till stor del bestäms av kapitalmarknaden. Från sammanställningen av de externa värderingarna framkommer att avkastningskravet varierar stort mellan äldreboenden och skolor. Här utmärker sig äldreboenden då det generellt ges ett lägre avkastningskrav. Det genomsnittliga avkastningskravet beräknat utifrån uppdelning på ort visar att resultatet består och att äldreboenden premieras med lägre avkastningskrav framför skolor. Resultaten visar att avkastningskravet skiljer sig beroende på användning och läge.

I intervjuerna framkom att värderare ofta applicerar differentierade kalkylräntor för kassaflödet och restvärdet. Eftersom avkastningskravet är överordnat kalkylräntan är detta ett sätt att öka marknadsvärdet och sänka den initiala direktavkastningen utan att öka restvärdet. Huruvida olika kalkylräntor används i kalkylen beror enligt respondenterna inte bara på om hyresgästen är offentlig men även på hur mycket ansvar fastighetsägaren har för drift- och underhåll enligt hyreskontraktet. Resonemanget förs att det således kan variera från fall till fall vem av hyresgäst och hyresvärd som har den tekniska risken. I de fall där hyresvärden inte besitter den tekniska risken kunde alla värderare tänka sig att sänka kalkylräntan under kontraktstiden. I de fall när man har olika kalkylräntor för kassaflöden och restvärde beror det inte på att man i utgångsläget har höjt kalkylräntan för restvärdet utan snarare sänkt kalkylräntan på kassaflödet enligt resonemanget för att riskkomponenten anses mindre. Det framkom att de externa värderingarna inte i någon utsträckning hade valt att använda olika kalkylräntor för kassaflöde och restvärdesberäkning. I Fastighetsnomenklatur (2011) beskriver Persson kalkylräntan ur ett teoretiskt perspektiv på följande vis:

$$\text{Kalkylränta} = \text{Realränta} + \text{inflation} + \text{riskfaktor}$$

Om bedömning görs att riskfaktorn under hyrestiden är lägre än för restvärdesberäkningen stämmer värderarnas argument väl med teorin. Dock har ingen teoretisk grund för användning av separata kalkylräntor och hur de påverkar värderingar påträffats under arbetets gång. I RICS Red Book (2017)

anges att samma kalkylränta vanligtvis används men det avråds inte från att använda olika. Eftersom inflationskomponenten även den är okänd kan kalkylräntan även variera beroende på inflationsantaganden.

Den politiska risken kan inbegripa ändringar som rör exempelvis fastighetsskatt, moms och myndighetskrav och kan enligt värderarna till viss del hanteras i hyreskontrakten. Även om inte fastighetsskatt utgår för en viss fastighet i dagsläget kan hyreskontraktet reglera i vilken utsträckning en hyresgäst ska stå för denna kostnaden i framtiden om Riksdagen ändrar reglerna. Även framtida lagändringar gällande mervärdesskatt kan hanteras i hyreskontraktet på samma vis som för fastighetsskatten. Vad gäller myndighetskrav för exempelvis brandskydd och tillgänglighet kan även ansvaret för konsekvensen av framtida ändringar i lagstiftningen läggas på hyresgästen. Teoretiskt kan alltså hyresvärden genom utformning av hyreskontraktet lägga delar av den politiska risken på hyresgästen. I vilken utsträckning detta sker är oklart.

I teorin bör restvärdet även bedömas utefter hållbarhetsaspekter. I vilken utsträckning detta sker i de externa värderingarna framkom inte av studien. Dock pekade flertalet av värderarna på att hänsyn alltid tas till miljöskulder som exempelvis saneringsplikt då ett sådant åtagande gör fastigheten mindre attraktiv på marknaden. En värderare påpekade även att vissa investerare lägger stor vikt på miljöcertifiering av byggnader eftersom det krävs för viss typ av grön finansiering.

8. Slutsatser

Denna rapport har genom intervjuer sökt förklara hur restvärdet för samhällsfastigheter bedöms av värderare och vilka parametrar som anses essentiella. Genom innehållsanalys och litteraturstudie har studien sökt förankring av värderarnas syn i teorin. Genom analys av kvantitativa data av ett fastighetsägande företags externa värderingar har in- och utgående parametrar sammanställts i syfte att söka samband mellan värderarnas syn och de externa värderingarna. I tabellen nedan sammanställs de likheter och skillnader som har uppmärksamats under arbetets gång.

Parameter	Intervjuade värderare
Normaliserat driftnetto	Antar samma hyra och kostnader som vid kalkylperiodens slut.
	Justering nedåt om värderingsobjektet har produktionsbaserad hyra
Långsiktig vakansgrad	Låg eller ingen vakansgrad. Beror på läget.
	Lägre för äldreboenden än för skolor
Kalkylränta	Beräknas som summan av avkastningskrav och antagen inflation
	Kan använda olika kalkylräntor för kassaflöde och restvärde.
Kalkylperiod	Varierar beroende på uppdragsgivare. För samhällsfastigheter oftast lika lång som återstående hyrestid.
Avkastningskrav	Generellt lägre för äldreboenden [pga. enklare att ställa om till annan användning]
	Beror på ett antal parametrar. Varier med läget.
Ombyggnationsbehov	Om definitivt: tas hänsyn i kassaflödet men oftast reflekteras ombyggnationsbehov i exit yield.

Tabell 7

Utöver ovan nämnda parametrar i tabell 7 nämns även följande av värderarna, se tabell 8. Dessa har dock ej kunnat styrkas i de externa värderingarna.

Parameter	Intervjuade värderare
Politisk risk	I den mån hänsyn tas sker så i exit yield.
Hållbarhet	Hänsyn till miljöskulder tas eventuellt i kassaflödet. Annars i exit yield.
	Kan ta hänsyn till om byggnaden är miljöcertifierad.

Tabell 8

Det som framkom i studien är att stora delar av de riskfaktorer som nämnts i rapporten kompenseras med hjälp av justeringar av avkastningskravet. Här återfinns politisk risk, ombyggnationsrisk, teknisk risk, risk på orten, miljörisk osv. Gemensamt för samtliga är att de till sin natur är svåra att kvantifiera.

Avkastningskravet används som ett relativt mått där värderare tar hänsyn till alla kända och okända faktorer vid värderingstillfället. Det normaliserade driftnettot och vakansgraden används simultant vid bedömningen för att skapa en helhetsbild som värderare kan basera sin bedömning på.

För samhällsfastigheter framkom i studien att motpartstrisken anses vara begränsad, speciellt i de fall där motparten är en offentlig hyresgäst, och frånsatt den tekniska risken känner marknaden komfort och säkerhet till driftnettot under avtalad hyrestid. Av den anledningen väljer merparten av värderare att tillämpa differentierade kalkylräntor vid beräkning av nuvärdet. Samtliga värderare beräknade kalkylräntan genom att addera avkastningskrav (exit yield) med ett inflationsantagande. Genom detta förfarande sänks således avkastningskravet under kalkylperioden utan att påverka avkastningskravet på restvärdet. Därmed ökar nuvärdet av kassaflöden under kalkylperioden relativt restvärdet. Det granskade företaget väljer att inte tillämpa denna metoden. Förfaringssättet med att applicera olika kalkylräntor höjer komplexiteten vid bedömning av vad avkastningen faktisk är och uppskattningsvis resulterar detta i att det blir än svårare att härleda marknadens avkastningskrav från transaktioner, se fig 6.

Samhällsfastigheter har generellt längre hyresavtalsperioder kontra andra fastighetssegment och eftersom värderarna nästan uteslutande använder en kalkylperiod som motsvarar återstående löptid på avtalen resulterar det i att restvärdet ligger längre bort i tiden och därav ges ett lägre nuvärde.

Sammantaget visar studien att värderare använder ett normaliserat driftnetto som motsvarar utgående driftnetto från kalkylperiodens sista år, justerat för inflation. Värderarna utgår således ifrån att villkoren i ett framtida avtal ska motsvara dagens villkor och hyresnivåer. Inga värderare väljer i utgångsläget att lägga in investeringar för modernisering eller liknande vid avtalets utgång. Med hänsyn till detta kan det ifrågasättas om antagandet om oförändrade villkor vid avtalets utgång och ett bibehållet driftnetto är att anse som alltför optimistiskt.

En sista parameter som påverkar det normaliserade driftnettot är den långsiktiga vakansgraden. Som det framkom i intervjuerna är samhällsfastigheter digitala vad gäller vakanser så till vida att de oftast antingen är fullt uthyrda eller helt tomställda. I överförd bemärkelse ger därför en momentan vakansgrad inte en rättvisande bild av segmentet för samhällsfastigheter. Vissa värderare väljer dock att applicera en antagen långsiktig vakansgrad på ett fåtal procent vid värderingstillfället medans andra inte tillämpar en vakansgrad.

Det framkom även att värderare anser att de måste anamma en optimistisk syn på restvärdet för att uppnå de nivåer marknaden rapporterar. Således kan restvärdet på grund av dess beskaffenhet och uppbyggnad på antaganden uppfattas och/eller användas på ett sådant sätt för att höja upp marknadsvärdet för att anpassas till den initiala direktavkastningen. Det framkom även att värderarna lägger stort fokus på samspelet mellan marknadsvärdet, avkastningskravet (exit yield) och initial direktavkastning. Om den initiala direktavkastningen upplevs ej spegla marknaden sker justering av avkastningskravet.

Att fastigheter likställs med en finansiell tillgång har föranlett användningen av de värderingsmetoder som används idag. Ska restvärdet spegla synen på fastigheten vid kalkylperiodens slut eller är restvärdet snarare en återspeglning av hur mycket värde som måste åsidosättas vid kalkylperiodens slut för att uppnå dagens marknadsvärde och nivåer på direktavkastning? Någonstans här börjar diskussionen om var gränsen går för marknaden och dess deltagare. Crosby, Baum och Gallimore (2011) hävdar att värderingar ej står över marknaden i hierarkin. Därmed dras slutsatsen att värderingar inte påverkar marknaden utan snarare utgör en del i marknaden. I denna rapport har det framkommit att värderare anser att investerare (marknaden) lägger väldigt lite risk i restvärdet och att man därmed måste anamma en optimistisk syn på framtiden efter kalkylperiodens slut. Denna slutsats kan dras efter granskning av de beståndsdelar som utgör restvärdet i en kalkyl och genom att sätta dessa i relation till det vi vet idag. Med normaliserade driftnetton som nära återspeglar tidigare års nivåer utan några tillkommande investeringar samt en nästintill obefintlig långsiktig vakansgrad samt oklar hänsyn till bland annat politisk och teknisk risk förefaller det som att restvärdet för samhällsfastigheter omgärdas av en rad optimistiska antaganden vilka tillsammans med ett lågt avkastningskrav resulterar i ett högt restvärde. I vissa fall befinner sig dock restvärdet långt bort i tiden vilket innebär att nuvärdet av densamma är relativt lågt. Implikationer av ett högt restvärde kan vara av intresse att undersöka i vidare studier.

9. Källförteckning

Skrivet material:

- Baum, A. 1997. *Cutting Edge 1997 – The causes and effects of depreciation in office buildings: A ten year update*, Royal Institute of Chartered Surveyors.
- Bejrums, H. 1995. *Livscykeleconomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*. Stockholm: Department of Real Estate and Construction Management, Royal Institute of Technology
- Blomkvist P. och A. Hallin. 2014. *Metod för teknologer. Examensarbete enligt 4-fasmodellen*. Lund: Studentlitteratur
- Brunes, Fredrik. 2015. *Fastighetsvärdering och Marknadsanalys*. Upplaga 1:3. Lund: Studentlitteratur AB
- Bruntland Commission. 1987. *Our common future – The world commission on environment and development*. UN
- Byrne, P. och Cadman, D. 1984. *Risk, Uncertainty and Decision-making in Property Development*. London: E. & F.N. Spon.
- Crosby, Baum, Gallimore, The influence of valuers and valuations on the workings of the commercial property investment market.
- d'Amato, M. och T. Kauko. 2012. *Sustainability and risk premium estimation in property valuation and assessment of worth*. *Building Research & Information*, 40(2)
- French N. och L. Gabrielli. 2004. *The uncertainty of valuation*. *Journal of Property Investment & Finance*, 22(6).
- Geltner, D.M., N.G. Miller, J. Clayton och P. Eichholtz. 2007. *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. South Western College Publishing.
- Gustafsson, C. och S. Lundström. 2006. *Valuation variation – results from a repeated experiment*. Pacific Rim Real Estate Society Conference 2006. Januari 22-25.
- Lind, Hans. 1998. *Den offentliga sektorns fastighetshantering: Organisation och incitament*. Ekonomisk debatt Vol. 26, nr. 5. 1998, s. 359-360
- Lind, H. och S. Lundström. 2009. *Kommersiella fastigheter i samhällsbyggandet*. Stockholm: SNS Förlag.
- Lind, H. och S. Lundström. 2010. *Fastighetsföretagande i offentlig sektor -Strategiska frågor och den samlade kunskapen*. Stockholm: SKL Kommentus och Sveriges Kommuner och Landsting.
- Lorenz D. & T. Lützkendorf. 2008. *Sustainability in property valuation: theory and practice*. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 26 nr. 6. 482-521
- Nordlund B. och S. Lundström. 2011. *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*. Riksbanken. S. 365-408

Persson, E. 2011. *Fastighetsvärdering. I Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt: Fastighetsnomenklatur*. 11 upplagan. Stockholm: Fastighetsnytt Förlags AB

Presentationer, PM, manualer, årsredovisningar osv:

Catella Corporate Finance. 2019. *Catella Property Forecast - Feb 2019*.

Finansdepartementet. 2018. *PM: Demografi, Välfärd och kommunala investeringar*, Finansdepartementet, Ekonomiska avdelningen, Enheten för offentliga finanser

Hemsö Fastighets AB, 2019, Årsredovisning 2018,
<https://www.hemso.se/globalassets/dokument/finansiella-rapporter/arsredovisningar/arsredovisning-2018.pdf> [Hämtad 2019-04-25]

MSCI. *Index Launch (feb 2019)*

Organisationen Offentliga Fastigheter. 2018. *Framtidens fastighetsbehov*, Sveriges Kommuner och Landsting

PricewaterhouseCoopers i Sverige AB. 2019. *Riskpremien på den svenska aktiemarknaden*.

Royal Institute of Chartered Surveyors. 2017. *RICS Valuation – Global Standards 2017*

Royal Institute of Chartered Surveyors. 2016. *Application of the RICS Valuation – Professional Standards in Sweden*

Ridderström, Felix. 2019. *Svefa - Investeringsläget Samhällsfastigheter*. FFE Åre 2019. 25 januari.

Svefa. 2019. *Svenska Fastighetsmarknad - Fokus 24 orter VT 2019*.

Elektroniska källor:

Mynewsdesk. 2014. *Datscha med och definierar samhällsfastigheter*. 7 november.
http://www.mynewsdesk.com/se/datscha_ab/news/datscha-med-och-definierar-samhaellsfastigheter-97565 [Hämtad 2019-03-25]

Pangea Property Partner. 2019. *Pangea Institutional Outlook-April 2019*.
<https://www.pangeapartners.se/pangea-institutional-outlook/> [Hämtad 2019-04-15]

Riksbanken, Svenska marknadsräntor, <https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/forklaring-till-serierna/svenska-marknadsrantor/> [Hämtad 2019-05-01]

Samhällsbyggarna. 2019. *God Värderarsed*. <http://www.samhallsbyggarna.org/vaerdering/god-vaerdersed/> [Hämtad 2019-04-25]

MSCI, 2019, *MSCI Real Estate Portal*

Bilaga 1 – Intervjuformulär

Inledning: Bakgrund till studien och klagörande om vilken typ av fastigheter frågorna gäller. Fråga om den intervjuade personen ger sitt godkännande till att konversationen spelas in. Vill personen vara anonym?

- Lite bakgrund om personen och företaget. Är personen registrerad alternativt certifierad värderare?
- Hur bedöms läget för samhällsfastigheter vid värdering?
- Vilken värderingsmetod används?
- Hur lång kalkylperiod används? Varför?
- Används samma kalkylränta för diskontering av kassaflöde som för restvärde? Om olika, varför?
- Hur bestäms avkastningskravet?
- Hur bedöms restvärdet i det individuella fallet med avseende på följande parametrar:
 - Ombyggnadsbehov?
 - Den långsiktiga vakansrisken?
 - Det normaliserade driftnettot?
- Några andra parametrar än de ovan som anses vara av vikt vid bedömning av restvärdet?
- Om återstående hyrestid är kort: läggs mer fokus på restvärdesbedömningen?
- Finns det restvärdesrisker och osäkerhetsfaktorer som är specifika för samhällsfastigheter?
- Tas hänsyn till den politiska risken vilken exempelvis kan omfatta regleringar och lagstiftning gällande privatisering av välfärden, fastighetsskatt för specialfastigheter, politisk inriktning och myndighetskrav?

Bilaga 2 – Definitioner

För att säkerställa en enhetlig uppfattning av ords betydelse samt tydliggöra vissa begrepp följer en definitionslista nedan:

<i>Direktavkastning</i> –	driftnetto i relation till fastighetens pris alternativt marknadsvärde. Kan även beskrivas som förräntning på totalt kapital utan värdeökningseffekter.
<i>Totalavkastningskrav</i> –	det krav på förräntning som ställs vid en investering
<i>Initial direktavkastning</i> –	driftnetto för kalkylperiodens första år i relation till marknadsvärde alternativt köpeskillning.
<i>Exit yield</i> –	det avkastningskrav som appliceras för beräkning av restvärde
<i>Normaliserat driftnetto</i> –	driftnetto där alla komponenter har justerats för att återspegla marknadsmässiga nivåer.
<i>Extern värdering</i> –	sådan som utförs av person som är fristående från uppdragsgivaren.
<i>Intern värdering</i> –	sådan som utförs av person som inte är fristående från uppdragsgivaren.

TRITA-ABE-MBT-19474

www.kth.se