

**Vilken information från marknaden används som underlag vid värdering av kommersiella fastigheter?**

## **ABSTRACT**

---

In this essay there is a description of theoretical issues regarding valuation of commercial real estate and an empirical study where some leading real estate appraisers in Sweden are interviewed regarding which information from the market that is used in their appraisals of commercial real estate.

The purpose of this study is to clarify, understand and critically analyze how different kinds of market information is connected to the assessments of market values for office property. The study is arranged in two parts, one part is a description of theoretical issues and the other part is an empirical study of how different kinds of problems regarding valuation of this kind of property is handled in practice.

The conclusions of this study are that there are significant problems in practice trying to evaluate the required yields in the market with good precision, and furthermore that there is a need of refinement concerning how different kind of parameters are assessed in a normalized (market adapted) net operating income. Hopefully this kind of refinements may contribute to a reduction in uncertainty-intervals in market value assessments of commercial property. Furthermore, it seems to be the case on many occasions that appraisals, which are claimed to have been performed by cash-flow methods, in reality, are just somewhat complicated versions of “eternity-capitalization” of net operating income-methods with strong relations to a comparable sales method. The parameters in the applied “cash flow-methods” are on many occasions applied in such a way that the valuation just as well could have been performed with a method based on “eternity-capitalization” of net operating income, and the outcome regarding the assessed market value would have been essentially equal in many cases. Furthermore there is a risk that cash flow illustrations that are performed and presented as in many market valuations of commercial property, could give misleading information to investors.

# INNEHÅLL

<b>1. INLEDNING.....</b>	<b>4</b>
1.1 Bakgrund	
1.2 Problemformulering och syfte	
1.3 Disposition	
<b>2. GENOMFÖRANDE.....</b>	<b>5</b>
<b>3. ÖVERSIKT – ANVÄNDA METODER VID FASTIGHETS- VÄRDERING.....</b>	<b>6</b>
3.1 Ortsprismetoder	
3.1.1 Teori ortsprismetoder	
3.2 Avkastningskalkylbaserade metoder	
3.2.1 Direktavkastningsmetod	
3.2.1.1 Teori direktavkastningsmetod	
3.2.1.2 Direktavkastningskravet	
3.2.2 Kassaflödesmetod	
3.2.2.1 Teori kassaflödesmetod	
3.2.2.2 Fastighetsekonomiska normalförlopp	
3.2.2.3 Direktavkastningskrav och kalkylräntekrav	
3.3 Empiri – frågor av mera allmän och översiktlig karaktär till respondenterna	
<b>4. MARKNADSRELATERADE PARAMETRAR I FASTIGHETS- VÄRDERINGAR.....</b>	<b>17</b>
4.1 Marknadsmässigt/ normaliserat driftnetto	
4.1.1 Marknadsmässig/ normaliserad hyresinbetalningsnivå	
4.1.2 Marknadsmässig/ normaliserad drift- och underhållsutbetalningsnivå	
<b>5. EMPIRI – INTERVJURESLTAT ORTSPRISMETOD.....</b>	<b>24</b>
5.1 Frågeställningar och sammanfattning av intervjusvar	
5.2 Sammanfattning och analys intervjurestaltat ortsprismetod	
<b>6. EMPIRI – INTERVJURESLTAT DIREKTAVKASTNINGSMETOD</b>	<b>26</b>
6.1 Frågeställningar och sammanfattning av intervjusvar	
6.2 Sammanfattning och analys intervjurestaltat direktavkastningsmetod	
<b>7. EMPIRI – INTERVJURESLTAT KASSAFLÖDESMETOD .....</b>	<b>29</b>
7.1 Frågeställningar och sammanfattning av intervjusvar	
7.2 Sammanfattning och analys intervjurestaltat kassaflödesmetod	
<b>8. ANALYS OCH SLUTSATSER.....</b>	<b>34</b>
<b>KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>37</b>

# 1. INLEDNING

## 1.1 Bakgrund

Det samlade bedömda marknadsvärdet på Sveriges fastighetsbestånd uppgår i nuläget till i storleksordningen 5.500 – 6.500 miljarder kronor<sup>1</sup>. Bedömningar av marknadsvärdet på fastigheter är av stor betydelse i allt fler olika sammanhang. Traditionellt har marknadsvärdering av fastigheter haft betydelse bland annat i kreditgivningssammanhang, vid överlåtelse, vid börsintroduktioner men även i expropriationsärenden och andra sammanhang där den reella förmögenheten (eller delar därav) behövt bedömas hos någon eller några juridiska eller fysiska personer. På senare år har även avkastningsmätningar relaterade till fastighetsmarknaden, baserade på marknadsvärderingar av fastigheter, presenterats av Svenskt Fastighetsindex. När det gäller företagens externredovisning kommer med stor sannolikhet marknadsvärdet på fastigheter som ägs av företag att successivt få en allt större betydelse<sup>2</sup>. Marknadsvärden och direktavkastningar avseende fastigheter är också viktiga variabler vid Riksbankens uppföljningar av landets finansiella stabilitet.

Värdering av fastigheter, främst då marknadsvärdering, är en angelägenhet som är av stor vikt i många olika situationer från den enskildes perspektiv till landets ekonomi som helhet. Samtidigt föreligger problem att mäta marknadsvärdet på fastigheter genom att marknadsvärdet för en viss fastighet inte är observerbart på marknaden på samma sätt som exempelvis aktiepriset för en viss aktie i ett börsnoterat företag. Fastigheter som omsätts på marknaden är exempelvis inte utbytbara på samma sätt som aktier.

Fastighetspriser uppvisar cykliska förlopp och klara samband finns mellan utveckling av inflation och ekonomisk tillväxt samt fastighetsvärden/fastighetspriser.<sup>3</sup> De cykliska förloppen framgår även av nedanstående bild hämtade från Riksbankens hemsida

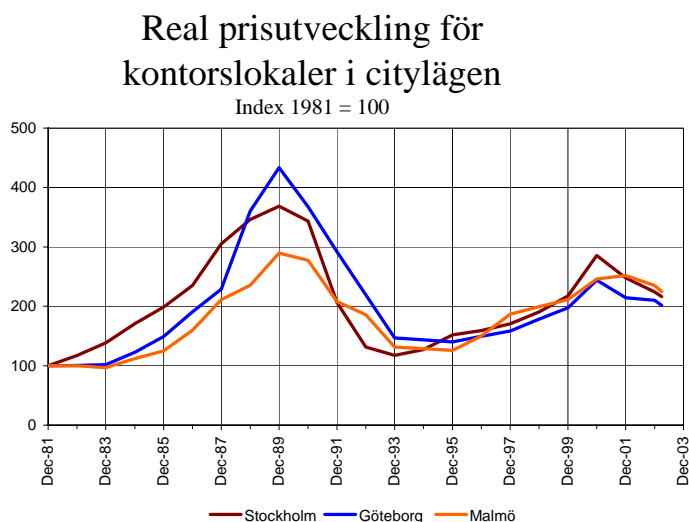


Diagram 2:9

Källa: [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

Källor: NewSec AB och Riksbanken

<sup>1</sup> Intervju med Erik Persson, 2003-11-05

<sup>2</sup> Se exempelvis Nordlund & Persson, 2003 och Nordlund, 2003

<sup>3</sup> Bejrum & Söderberg, 1998

Vad som anförts ovan leder naturligtvis fram till intressanta frågor om hur marknadsvärdebedömningar går till i praktiken och hur kopplingar sker till marknadsinformationen när fastigheter värderas.

## **1.2 Problemformulering och syfte**

I denna uppsats ägnas speciell uppmärksamhet åt problemfrågor kring drift- och underhållsutbetalningar vilka ska beaktas i driftnettot. Ofta finns frågor avseende hyresinbetalningar och olika former av avkastningskrav fylligt behandlade i annan litteratur och andra undersökningar varför jag inte går lika djupt i dessa frågor i denna uppsats.

De centrala problemfrågorna i denna undersökning ligger i hur marknadsinformation kopplas in i värdebedömningar av kommersiella fastigheter. Marknadsinformationen kan avse överlåtelsepriser på marknaden, marknadsmässiga direktavkastningskrav och/eller kalkylräntor samt marknadsmässiga parametrar i ett driftnetto. Exempel på det senare är hur bedömningar sker avseende marknadsmässiga inbetalningar och utbetalningar som skall hänföras till driftnettot.

Syftet är att klarlägga, förstå och kritiskt analysera hur marknadsinformation, som beskrevs övergripande i föregående stycke, kopplas in i värdebedömningar av kommersiella hyresfastigheter. Undersökningen är uppbyggd i två steg, dels en teoretisk del och dels en empirisk del där undersökning utföres av hur behandlingen av olika problemfrågor sker i praktiken.

## **1.4 Disposition**

Uppsatsen består av åtta avsnitt. Efter denna inledning följer en kort genomförandebeskrivning över hur relevant teori och empiri har insamlats för analys. I de två följande avsnitten (avsnitt 3-4) behandlas översiktligt använda metoder vid fastighetsvärdering, mest ur ett sammanfattande teoretiskt perspektiv, och därefter problemfrågor som kan bli aktuella vid bedömning av marknadsmässiga parametrar i fastighetsvärderingar relaterade till driftnetton. I avsnitten 5-7 redogörs för frågor till respondenterna och sammanfattning av svar från genomförda intervjuer. Att indelning skett i tre olika avsnitt beror på att frågor och svar avseende ortsprismetod, direktavkastningsmetod samt kassaflödesmetod behandlas i separata avsnitt. Uppsatsen avslutas därefter med ett avsnitt (8) som behandlar analys och slutsatser avseende problemfrågorna som behandlats i uppsatsen.

## **2. GENOMFÖRANDE**

Undersökningen har genomförts på följande sätt:

Först presenteras kortfattat grundläggande värdebegrepp och principiella värderingsmetoder med fokus på sådana metoder som tillämpas för bedömning av marknadsvärden. Den praktiska tillämpningen av metoderna testas därefter, bland annat genom en enkät till praktisk verksamma värderare. Enkät svar utvärderas och analyseras för att få en uppfattning om hur den faktiska tillämpningen går till.

Ett alternativt sätt att ta reda på den information som behövs för denna undersökning skulle kunna ha varit att granska värdeutlåtanden.

Motivet till att utföra en djupintervjubaserad studie framför en studie av värdeutlåtanden motiveras på följande sätt:

- De frågeställningar som undersökningen avser går många gånger djupare i för uppsatsen relevanta problemställningar än vad som kan utläsas ur ett värdeutlåtande. Exempel på detta är hur värderaren motiverar val av direktavkastningskrav och/eller kalkylräntor, eller hur denne går tillväga för att bedöma enskilda parametrar i ett driftnetto så som nettohyresinbetalningar (med hänsyn till vakans) samt drift- och underhållsutbetalningar.

I empiridelen sammanfattas svar från de fastighetsvärderare som har intervjuats. Intervjuerna har utförts skriftligt. Frågorna har ställts i form av att ett standardiserat frågeformulär skickats i förhand till respondenterna varefter frågorna följts upp per telefon med 4 respondenter och i samband med besök hos 4 respondenter. Respondenterna har sedan tillställts de svar jag sammanställt för var och en av dem på respektive fråga och därvid fått möjligheten att reagera om de ansett att någonting återgetts felaktigt. Efter genomförda intervjuer har respondenternas svar sammanställts i en blankett som är upplagd enligt det frågeformulär de fått tillgång till i förhand.

Respondenterna har utvalts enligt följande kriterier:

- Olika geografiska områden i landet skall vara representerade
- Värderarna skall vara ledande värderare inom sitt geografiska område
- Värderarna skall representera olika värderingsföretag

De intervjuade personerna är totalt 8 stycken. Därför sker inga statistiska bearbetningar av erhållna intervju svar. Intervjuundersökningen är i första hand genomförd i form av en kvalitativ analys av erhållna svar. Det finns dock goda skäl att göra bedömningen att undersökningen ger en representativ bild av faktiskt förekommande värderingspraxis i Sverige, dels pga urvalet av de intervjuade värderarna, dels pga att den information som framkommit i mer informella diskussioner med ledande personer i branschen. I den mån det finns systematiska avvikelser kan det handla om att respondenterna skönmålar verkligheten lite, dvs svarar på vad man borde göra och inte vad man kanske alltid gör. Eftersom vi primärt är intresserade av "best-practice" och problem i den är emellertid detta problem inte så allvarligt.

Som förutsättning för intervjun har gällt att värderingen skall avse värdering av kontorshyresfastigheter med ett värde större än 10 MSEK och skall avse bedömning av ett marknadsvärde.

### **3. ÖVERSIKT ÖVER ANVÄNDA METODER VID FASTIGHETSVÄRDERING**

Som marknadsobjekt har fastigheter ett flertal mer eller mindre utpräglade särdrag, t ex att de har ett fixt läge, lång varaktighet i utnyttjandet och att investeringar i

fastigheter kräver stora kapitalinsatser, ofta i kombination med lånefinansiering<sup>4</sup>. Dessa särdrag påverkar starkt metoderna för värdering av fastigheter. Detta behandlas närmare nedan under de olika metodbeskrivningarna.

Inom fastighetsvärdering finns ett antal olika värdebegrepp definierade för olika ändamål. De i särklass mest betydelsefulla värdebegreppen har varit och är *marknadsvärde* (bytesvärde) och *avkastningsvärde* (värde i användning). De flesta övriga begrepp kan, fränsett kostnadsbegreppen, hänföras till någon av dessa två begrepp då givet vissa förutsättningar eller preciseringar. I denna undersökning är det marknadsvärdebegreppet som är av intresse. Marknadsvärdet definieras som:<sup>5</sup>

”Marknadsvärde är det pris som sannolikt skulle betalas/erhållas om fastigheten bjöds ut på en fri och öppen marknad med tillräcklig marknadsföringstid, utan partsrelationer och utan tvång.”

Metodmässigt förekommer ett antal etablerade metoder vid marknadsvärdebedömning av fastigheter. Metoderna beskrivs översiktligt nedan. Dessa etablerade metoder kan grovt indelas i två huvudgrupper: Ortsprismetoder och avkastningskalkylbaserade metoder. Till de senare hör direktavkastningsmetod och diskonteringsmetoder/kassaflödesmetoder.<sup>6</sup> Jag bortser i denna undersökning från de kostnadsbaserade värderingsmetoderna.

I sammanhanget kan också omnämnas att det förekommer så kallade massvärderingsförfaranden i samband med fastighetsvärdering. Dessa utgör schabloniserade varianter av de två huvudmetoderna. En form av massvärdering är den som utvecklats i samband med fastighetstaxering. Förfarandet går ut på att man genom omfattande förarbeten bl.a. med rikstäckande ortsprisanalyser bygger upp databanker som sedan utnyttjas via schablonförfaranden.<sup>7</sup> Denna typ av värdering är dock ej av primärt intresse i denna undersökning.

Intressant är naturligtvis vilka metoder som används vid bedömningar av marknadsvärde i praktisk tillämpning samt hur marknadsinformation erhålles och vägs in i dessa bedömningar. Hur sker detta och varifrån kommer olika variabler så som direktavkastningskrav, kalkylräntekrav, driftnetton med mera?

### **3.1 Ortsprismetoder**

Vid värdering med tillämpning av ortsprismetoder ligger den kritiska problematiken i att erhålla tillräckligt med jämförelseinformation från genomförda transaktioner på marknaden. Man bör ha en kännedom om objekten i ortsprismaterialet för att kunna avgöra i vilken grad dessa jämförelseobjekt är jämförbara med det aktuella värderingsobjektet.

#### **3.1.1 Teori – ortsprismetoder**

”Ortsprismetoder baseras i grunden på marknadsanalyser av överlåtelse av vad som anses vara jämförbara fastigheter. Ortsprismetoder innebär sålunda förenklat att

---

<sup>4</sup> Persson, 2003

<sup>5</sup> Ibid

<sup>6</sup> Ibid

<sup>7</sup> Ibid

bedömningen görs med ledning av betalda priser för likartade fastigheter, s.k. jämförelseobjekt, på en fri och öppen marknad. Den primära informationskällan är alltid överlåtelse på marknaden. ”Facit finns på marknaden inte i fastigheten”.<sup>8</sup>

”Historiskt dokumenterade överlåtelse (priser) är av intresse endast i den mån de bedöms ha relevans vad avser de för värderingsobjektet marknadsmässiga förhållandena vid värdetidpunkten. En god marknadsvärdebedömning kräver därför väsentligt mer än en statistisk analys av gjorda överlåtelse. Den kräver en insiktsfull insikt om fastighetsmarknaden och dess funktion.”<sup>9</sup>

Ortsprismetoderna kan grovt indelas i två grupper<sup>10</sup>:

- Direkta ortsprismetoder baserade på redovisade jämförelseköp
- Indirekta ortsprismetoder baserade på nyckeltalsmatriser

När det gäller direkta ortsprismetoder är det vanligt att ”normering” sker av jämförelseobjekten till en eller flera värdebärande parametrar. Beroende på olika normeringar talar man om olika ”varianter av ortsprismetoder”<sup>11</sup>:

Areametod	Pris relaterat till arean
Nettokapitaliseringsmetod	Pris relaterat till driftnettot
Bruttokapitaliseringsmetod	Pris relaterat till hyran
Köpeskillingskoefficientmetod	Pris relaterat till åsatt taxeringsvärde

Indirekta ortsprismetoder bygger ofta på generella erfarenhetsbaserade nyckeltal avseende prisnivåer istället för direkta ortsprisjämförelser där jämförelseobjekt redovisas.

Fastighetsmarknaden karaktäriseras av låg omsättning i beståndet (lagret), på en sällanköpsmarknad som till största delen består av ”begagnatvaror”, d.v.s. äldre fastigheter. Marknadsinformationen är oftast ofullständig och ges med betydande tidsfördröjning.<sup>12</sup>

### 3.2 Avkastningskalkylbaserade metoder

Nedan sker en kortfattad och översiktlig genomgång avseende direktavkastningsmetod och kassaflödesmetod och teoretiska frågor kopplade till dessa vid fastighetsvärdering.

#### 3.2.1 Direktavkastningsmetod

Direktavkastningsmetoden är en avkastningskalkylbaserad metod där en värdebedömning baseras på beräkningar med utgångspunkt från ett års driftnetto för värderingsobjektet.

---

<sup>8</sup> Persson, 2003, s 356

<sup>9</sup> Persson, 2003, s 357

<sup>10</sup> Persson, 2003

<sup>11</sup> Ibid

<sup>12</sup> Ibid



### 3.2.1.1 Teori direktavkastningsmetod

”Direktavkastningsmetoden baseras i princip på en ”evighetskapitalisering” av ett framräknat förstaårs driftnetto (Dn). Driftnettot för fastigheten utgörs av det årliga överskott som återstår sedan utbetalningar för drift- och underhåll (inklusive fastighetsskatt och eventuell tomträttsavgäld) dragits från bruttoinbetalningarna. Betalningar som investeringar, stämpelskatt och andra förvärvskostnader skall inte beaktas när driftnettot beräknas.”<sup>13</sup>

”Direktavkastningsmetoder utnyttjas vid fastighetsvärdering i huvudsak för marknadsvärdebedömningar. Formelmässigt är modellen likadan som nettokapitaliseringsmetoden som utnyttjas för marknadsvärdebedömningar baserade på marknadsmässiga kvoter mellan driftnetton och betalda priser, s.k. nettokapitaliseringsfaktor, yield eller direktavkastning!”<sup>14</sup>

### 3.2.1.2 Direktavkastningskravet

I en avkastningsbaserad simulering, för att bedöma ett marknadsvärde, baserad på ett års driftnetto används ett direktavkastningskrav. Direktavkastningskravet (da) bedöms utifrån en kalkylränta och en årlig avkastnings-/värdeförändring enligt följande<sup>15</sup>:

p = kalkylränta

g = årlig värde - eller avkastningsförändring, %

Tillfogar man parametern Dn – normaliserat driftnetto år 1- kan man räkna fram värdet på investeringsobjektet med nedanstående formler. Frågor avseende det normaliserade driftnettot återkommer jag dock till nedan under avsnitt 4. Formeln som beskrivs nedan brukar även benämnas *Gordons formel*:

$$V = \frac{Dn}{da}$$

$$V = \frac{Dn}{p-g}$$

Formlerna är enkla men innehåller en mängd problemställningar som jag återkommer till längre fram under avsnitt 4 i denna uppsats.

### 3.2.2 Kassaflödesmetod

Kassaflödesmetoden är en avkastningskalkylbaserad metod där nuvärdesberäkning sker av framtida inbetalningsöverskott.

#### 3.2.2.1 Teori kassaflödesmetod

Kassaflödesmetoder baseras på löpande betalningsströmmar, in- och utbetalningar. Verkliga förhållanden återspeglas härigenom bättre och ger härutöver en mera

---

<sup>13</sup> Persson, 2003, s 377

<sup>14</sup> Persson, 2003, s 378

<sup>15</sup> Persson, 2003

realistisk bild av likviditetsförhållanden över tiden. Kassaflödesmodellerna ger också en god flexibilitet och kan, rätt använda, fånga förändrade förutsättningar över kalkylperioden. Kassaflödesmetoder kan användas för olika syften, exempelvis<sup>16</sup>:

- A. Bedömning av ett marknadsvärde (marknadssimulering)
- B. Konsekvensanalys av ett bedömt marknadsvärde
- C. Bedömningar av ett individuellt avkastningsvärde

”För att rätt kunna tolkas av nyttjare är det absolut nödvändigt att det framgår i vilket av ovanstående syften som kalkylen använts. Det som kan skilja är valet av storleken på de ingående parametrarna som hyra, drift och underhållskostnader, kalkylränta o.s.v. I det följande redovisas tillämpningar där syftet är att bedöma marknadsvärden. Det är viktigt att kassaflödeskalkylen baseras på faktiskt gällande indata för värderingsobjektet. I den mån dessa avviker från marknadsmässiga förhållanden skall en realistisk successiv marknadsanpassning ske över kalkylperioden (se figur nedan). I kassaflödeskalkylen görs en prognos över in- och utbetalningar under kalkylperioden. Ett restvärde bedöms vid kalkylperiodens slut. På samma sätt som i en investeringskalkyl beräknas ett nuvärde av de förväntade framtida betalningsströmmarna, se formel nedan.”<sup>17</sup> I betalningsströmmarna beaktas då inte utbetalningar hänförliga till kapital (ränta och amortering).

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(H - D - U - F - T - I)_t}{(1 + p)^t} + \frac{R_n}{(1 + p)^n}$$

Där: V = Nuvärde

H = Hyra

I = Investeringar I fastigheten

D = Drift

R = Restvärde

U = Underhåll

n = Kalkylperiod

F = Fastighetsskatt

t = Tidsvariabel

T = Tomträttsavgäld

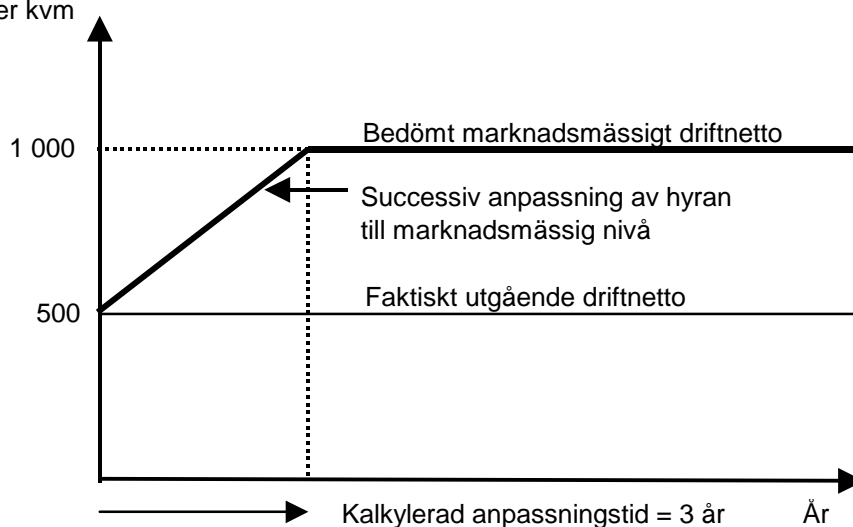
p = Kalkylränta på totalt kapital

<sup>16</sup> Persson, 2003

<sup>17</sup> Persson, 2003, s 379-380

Figur 3.1

Exempel:  
Driftnetto/kronor  
per kvm



Figur: Marknadsmässigt och faktiskt utgående driftnetto (vid  $t=0$ ) per kvm: Källa: Persson, 2003, s 369

Cykliska förlopp i ekonomin (konjunktursvängningar) innebär emellertid en försvarande omständighet vid upprättande av prognoser avseende framtida kassaflöden. Dessa förlopp påverkar bland annat hyresnivåer och vakanser och följaktligen nettoinbetalningen av hyror. Detta påverkar i sin tur hur driftnettet i en kassaflödesanalys kommer att utvecklas i framtiden. Detta borde i sin tur ha en påverkan på hur prognoser ser ut för framtida driftnetton.

När det gäller cykliska förlopp i ekonomin finns det teorier om kortare och längre cykler. Vedertagna teorier för cykler med kortare intervaller är investeringscykler (7-11 år) och lagerhållningscykler (2-4 år)<sup>18</sup>.

Teorier har också framförts om längre vågrörelser i ekonomin i form av 20-årskriser och 40-årskriser. Dessa regelbundenheter har visat sig i den ekonomiska historien i form av 40-årscyklar som inom sig rymmer 20-årscyklar.<sup>19</sup> Teori om långa vågor i ekonomin har också framförts av bland andra Kondratiev som satte samman serier av prisuppgifter och påvisade med dem vågrörelser som svängde i perioder om 40-60 år<sup>20</sup>.

När det gäller de längre vågrörelserna i ekonomin, som också kan få mycket drastiska följder när det gäller såväl hyresinbetalningsnetton som marknadsvärden på fastighetsmarknaden, förefaller det inte finnas någon absolut enighet om vad som orsakar dessa rörelser och hur olika påverkansfaktorer influerar ekonomin som helhet<sup>21</sup>. Inte heller finns någon exakthet i prediktioner när det gäller tidsintervallen mellan dem. Med andra ord känner man till deras existens men kan inte förutsäga exakt när de kommer att inträffa.

<sup>18</sup> Söderberg, 2002

<sup>19</sup> Schön, 1993

<sup>20</sup> Söderberg, 2002

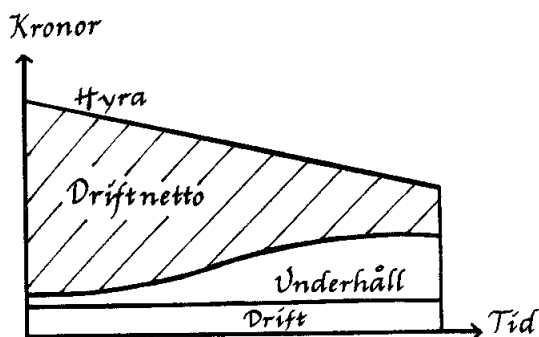
<sup>21</sup> Se exempelvis Lind, 2003; Söderberg, 2002; Shiller, 2001; Lindh & Malmberg, 2000

Det finns också förespråkare för att framtidsbedömningar av kassaflöden måste ske med beaktande av olika antaganden om framtiden (utifrån olika scenarios). Det skulle med andra ord vara i det närmaste omöjligt att göra en enda prognos om framtiden och sedan betrakta denna som ett högst sannolikt utfall. Osäkerheten torde även öka med avståndet i tid från tidpunkten 0 till dess prognosen avslutas. Kassaflödesmetoder som bygger på nuvärdesberäkningar av bedömda framtida in- och utbetalningar skulle behöva ske utifrån såväl optimistiska, sannolika som pessimistiska scenarios.<sup>22</sup>

### 3.2.2.2 Fastighetsekonomiska normalförlopp

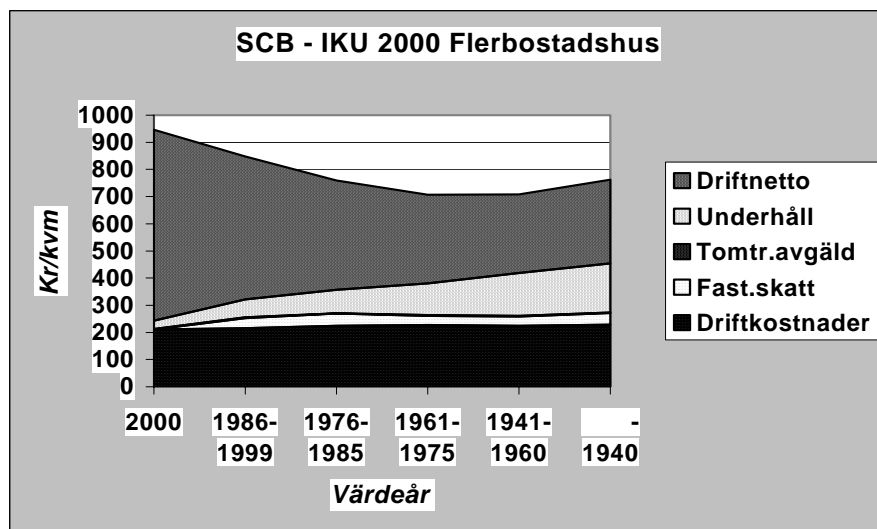
Nedanstående illustrationer visar alla den teoretiska bilden av ett realt sjunkande driftnetto och/eller effekter därav över tiden, efterhand som en bebyggd hyresfastighet åldras om inte genomgripande renoveringar genomförs.

Figur 3.2



Figuren ovan visar en teoretisk principskiss över reala betalningsflöden över livscykeln för en bebyggd hyresfastighet. Källa: Beijrum et al, 1992

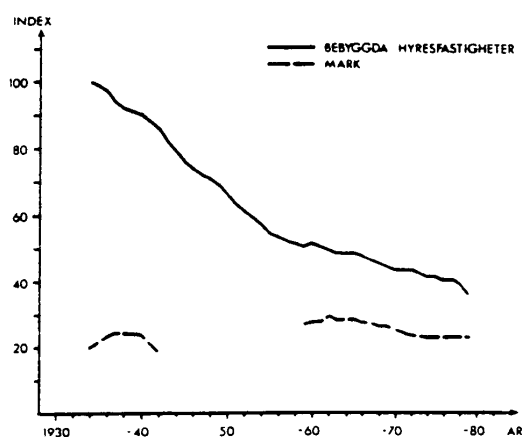
Figur 3.3



Figuren ovan illustrerar intäkter och kostnader i flerbostadshus som befinner sig i olika åldersstadier i livscykeln. Källa: Bearbetade data från SCB, 2001.

<sup>22</sup> Johansson, 1997, se även diskussioner i Lind, 2003

Figur 3.4



Figuren ovan visar reall prisindex för bebyggda flerbostadshus mellan åren 1930-1983 i en äldre undersökning. Källa: Bejrums, 1995

Orsakerna till de reall fallande driftnettona och de fallande reala värdena över tiden (i bilderna ovan) finner man i reall fallande hyror och reall stigande underhållskostnader över tiden för hus som inte genomgripande byggs om och/eller moderniseras. Omodernitet gör att fastighetens funktioner allt sämre passar till marknadens krav och ju äldre byggnaderna blir desto större underhållsinsatser krävs för att bibehålla produktionsförmågan<sup>23</sup>. Figuren strax ovanför detta stycke avser en äldre undersökning av real prisutveckling under en längre tidsperiod avseende bebyggda hyresfastigheter. I denna figur visas den reala värde-/ prisutvecklingen för bebyggda hyresfastigheter och tomtmark 1930- 1983 i Stockholm. I figuren åskådliggörs hur byggnadskapitalet successivt minskar i värde över tiden motsvarande ca 1,5 – 2 % per år av det ursprungliga värdet. I sammanhanget skall noteras att de hus som ingick i denna undersökning bara underhållits löpande och inte varit föremål för större upprustningar.<sup>24</sup>

Att värdeminskning långsiktigt förekommer i någon form på byggnader får anses vara väletablerad teori och detta har framförts av många olika ekonomiska teoretiker genom årens lopp, bland annat av Alfred Marshall (1890-talet) och Frederick M. Babcock (första hälften av 1900-talet) för att ta några exempel som ligger längre tillbaka i tiden.<sup>25</sup> Jag återkommer också till värdeminskingsfrågan nedan i den teoretiska diskussionen kring avkastningskravets uppbyggnad.

### 3.2.2.3 Direktavkastningskrav och kalkylräntekrav

Värdering av fastigheter skulle teoretiskt sett kunna ske utifrån ”rena” avkastningsmetoder eller ”rena” ortsprismetoder. I den förra skulle då avkastningskraven i kalkyler, som används vid värderingen, hämtas från den finansiella marknaden och med metoder som bygger på finansiell teori om hur avkastningskraven härleds och är uppbyggda. I den senare skulle värdet och avkastningskraven härledas från transaktioner på fastighetsmarknaden. I denna senare

<sup>23</sup> Bejrums et al, 1992

<sup>24</sup> Bejrums, 1995

<sup>25</sup> Burton, 1982

metod relateras priserna på marknaden till olika värdebärande faktorer så som fysiska, exempelvis uthyrbar area, eller ekonomiska så som exempelvis en fastighets driftnetto eller direktavkastningen (yielden).

Som nämndes ovan skulle man kunna dela upp synsättet hur man bestämmer direktavkastnings- och/eller kalkylräntekrav utifrån rent finansiella synsätt eller rena marknadshärledda synsätt så som ortsprismetod. Exempel på hur man härleder avkastningskraven kan mycket översiktligt beskrivas som nedan:

*Finansiellt:*

Risikfri ränta + riskfaktor relaterat till fastigheter generellt samt till det specifika objektet

*Marknadshärlett (från ortsprismaterial):*

Ett marknadsmässigt driftnetto i förhållande till priset på marknaden.

Direktavkastningskravet består, enligt teorin, av risikfri realränta, riskpåslag samt bedömd real driftnettoutveckling (se vidare förklaring i tabeller nedan).

Driftnettoutvecklingen kan vara en tillväxtkomponent som beror på förväntningar om stigande reala driftnetton eller en negativ komponent som beror på förväntningar om framtida realt sjunkande driftnetton. Det senare fallet, sjunkande reala driftnetton, kan också uttryckas som real värdeminskning.

Ett försök att illustrera direktavkastningskravet utifrån ovanstående definition skulle kunna se ut enligt nedan i ett "normalfall"(siffror avrundade till närmast jämna heltal):

Risikfri realränta            3 % (Svenska Statens Realränteobligation lån nr 3001 förfall 2014, 27/6-2003)

Normal riskpremium  
fastigheter                    2 % (Hutchinson & Nanthakumaran, 2000)

Real värdeminskning 2 % (Bejrums, 1995)

Totalt direktavkastningskrav            7 %

Observera att detta exemplifierade direktavkastningskrav inte gör något anspråk på att vara det "rätta" direktavkastningskravet utan är just en principillustration. Variationen i direktavkastningskrav varierar starkt mellan olika typer av delmarknader.

Det exemplifierade direktavkastningskravet ovan kan jämföras med den direktavkastning på samtliga fastigheter ingående i portföljen som rapporteras av Svenskt Fastighetsindex. I genomsnitt under 6 år (1997-2002) uppgår direktavkastningen till 6,3 %<sup>26</sup>. I kvalitetsgranskningsrapporten för Svenskt Fastighetsindex för 2002 kan utläsas, för enskilda år, att ovägda medel avseende direktavkastningskrav för restvärdebedömning och kalkylräntekrav i värderingarna (samtliga fastighetstyper) uppgår till 7,2 % (7,3 % 2001) respektive 9,1 % (9,2 % 2001) för år 2002. Inflationsantagandet i värderingar har för både år 2001 och 2002 uppgått till 2,0 % per år.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Svenskt Fastighetsindex 2003 b

<sup>27</sup> Svenskt Fastighetsindex, 2003 a

För båda åren 1999 och 2000 har motsvarande värderingsantaganden i värderingar för Svenskt Fastighetsindex varit: Direktavkastningskrav för restvärdebedömning 7,2 % och kalkylränta 8,9 %. Båda åren har antagits en genomsnittlig inflationstakt om 1,9 % per år i värderingarna.<sup>28</sup>

Sambandet mellan avkastningskrav/kalkylräntor uttryckta i reala och nominella termer åskådliggörs i nedanstående tabell med siffror hämtade från exemplet ovan samt med tillägg för en antagen inflation om 3 %:

Diskussionen om kalkylräntekrav som åskådliggöres nedan hör dock mera ihop med avsnittet om kassaflödesmetoder, men tas upp redan i detta sammanhang för att belysa sambandet med det marknadsmässiga direktavkastningskravet.

Tabell 3.5

<b>Nominell kassaflödeskalkyl</b>		
<b>Nominell kalkylränta:</b>	<b>Procent</b>	
Realränta, riskfri	3	} Kalkylräntan som används för att nuvärdesberäkna ett framtida kassaflöde innehåller ej någon värdeminskningsskomponent, eftersom värdeminskning eller värdeökning kommer fram i kassaflödets utveckling över tiden. Kassaflödet nuvärdesberäknas sedan med kalkylräntan
Risk	2	
Inflationskompensation	3	
<b>Kalkylränta, nominell</b>	<b>8</b>	
<b>Direktavkastning:</b>	<b>Procent</b>	
Real kalkylränta	5	} Direktavkastningen måste även inrymma den framtida värdet förändringen eftersom inga framtida förändringar i kassaflödet prognosticeras och nuvärdesberäknas. Avkastningen skall beräknas på ett enda års kassaflöde - driftnettot ( $p-g = 8-1 = 7$ ) Inflationsskomponenten finns både i $p$ och i $g$ eftersom inflation även påverkar den nominella värdeutvecklingen ( $p = 5$ real kalkylränta + 3 inflationskompensation) ( $g = 3$ inflation - 2 real värdeminskning) = $p - g = 8$ (nominell kalkylränta) - 1 (nominell värdeökning 1 % per år) = 7
Inflationskompensation	3	
Real värdeförändring	-2	
Inflation	3	
<b>Direktavkastning (<math>p-g</math>)</b>	<b>7</b>	
<b>Real kassaflödeskalkyl</b>	<b>Procent</b>	
<b>Real kalkylränta:</b>	<b>Procent</b>	
Realränta, riskfri	3	} Innehåller ingen inflationskompensation eftersom kassaflödet uttrycks i reala belopp. Uttryckt som direktavkastning se formel nedan: $p-g = 5 - (-2) = 7$
Risk	2	
Inflationskompensation	0	
<b>Kalkylränta, real</b>	<b>5</b>	

I ovanstående tabell visas sambandet mellan direktavkastningskrav och kalkylräntor.

Synsättet att fastigheter inte är långsiktigt realvärdesäkra stöds också av undersökningar utförda av Baum med flera, se nedan:

Värdeminskningseffekterna för kontorsfastigheter i London har undersökts över olika tidsperioder och en av slutsatserna från undersökningarna är att värdeminskningen fortsätter att vara missförstådd när det gäller prestationer från fastighetsinvesteringar och att denna inverkan inte är riktigt reflekterad i marknadens prissättning. Dessa studier utomlands indikerar reala avskrivnings-/värdeminskningstakter på 2-3 % per år för kontorshyresfastigheter (belägna i London).<sup>29</sup> En slutsats man skulle kunna dra av detta är att de direktavkastningskrav som kan avläsas i genomförda fastighetsaffärer på marknaden inte innehåller "rätt" nivå på avkastningskomponenten real värdeminskning. Detta förutsätter dock att man kan identifiera storleken på varje delkomponent ovan i de avkastningskrav som avläses på marknaden. Bland annat

<sup>28</sup> Svenskt Fastighetsindex 2000 och 2001

<sup>29</sup> Baum & McElhinney, 1997

förutsättes också att man gjort en rationell och riktig bedömning av det normaliserade driftnettot, vilket jag återkommer till nedan.

Hendershott & MacGregor (2003) visar dock i en undersökning att avkastningskrav på fastighetsmarknaden i Storbritannien speglar rationella förväntningar genom att avkastningskraven visat sig vara högre under perioder med höga reala hyresnivåer och vice versa. I det långa loppet skulle avkastningskraven med andra ord röra sig omkring något slags jämviktsförhållande.

### **3.3 Empiri – frågor av mera allmän och översiktlig karaktär till respondenterna**

Respondenterna har inledningsvis fått vissa förutsättningar och därefter svarat vilken eller vilka metoder som vanligen används vid marknadsvärdebedömning i ett sådant fall. Se vidare förutsättningar, fråga och sammanställning av respondenternas svar nedan.

#### **Vilken (vilka) värderingsmetod (-er) använder Du vanligen vid värdering av den aktuella typen av fastighet?**

*Tre av respondenterna anger att de använder en kombination av ortsprismetod och avkastningsmetod.*

*Fyra av respondenterna anger att de använder sig av ortsprismetod och att kassaflödeskalkyler används vid värderingen mera i åskådliggörande syfte. En av dessa fyra respondenter uttrycker det som att han använder kassaflödesmetod men betraktar denna som en ortsprismetod. Tre av dessa fyra understryker tydligt att all värdering av fastigheter bygger på ortsprisanalyser/-metoder.*

*En av respondenterna anser att värdering sker med avkastningsmetod.*

Som nämndes i inledningen är marknadsvärdet för en viss fastighet inte direkt observerbart på marknaden på samma sätt som exempelvis ett pris på en marknadsnoterad aktie. I teoridelarna i denna uppsats har även berörts att det föreligger en informationsbrist på marknaden som erbjuder varierande svårigheter att hantera. Med anledning av detta kan det också vara intressant att fråga värderarna om det förekommer erfarenhetsutbyte mellan olika värderare.

#### **Diskuteras olika antaganden i värderingar, t ex direktavkastningskrav/ kalkylräntor, hyresutveckling m.m. med kolleger och aktörer på marknaden (erfarenhetsutbyte) eller håller var och en sina bedömningar för sig själv ?**

*Samtliga respondenter är överens om att ett ganska omfattande erfarenhetsutbyte sker, med avseende på antaganden i värderingar m.m., både inom det företag där respektive värderare är verksam men även informellt mellan värderare från olika värderingsföretag.*

När marknadsinformationen är svag kan det även tänkas att exempelvis uppdragsgivaren skulle vilja påverka värdebedömningarna i vissa situationer.



Undersökningar som genomförts i Storbritannien indikerar att det, i många fall, förekommer en viss påverkan från uppdragsgivaren innan värdenivåer slutligen fastställs vid marknadsvärdebedömningar.<sup>30</sup> Mot bakgrund av detta har nedanstående fråga ställs till värderarna i samband med intervjuerna:

**Förekommer möten med uppdragsgivaren innan värderingen fastställs varvid olika antaganden i värderingen samt bedömd värdenivå diskuteras ?**

*Två respondenter svarar att detta inte förekommer över huvudtaget. Resterande sex respondenter anger att sådana möten och diskussioner förekommer. På mötena eller vid diskussionerna är det dock vanligast att det handlar om ren avstämning av sakuppgifter för att dessa ska bli rätt i värderingarna. Värderarna är mycket försiktiga när det gäller att uttrycka huruvida det förekommer försök att påverka värdenivåer men tre respondenter anger att sådana försök kan förekomma. En anger att justeringar kan vara både uppåt och nedåt på värdet, två anger att felaktigheter i värdet som beror på sakfel i grunduppgifter justeras men inga andra värdejusteringar görs (försök att påverka värdenivåer utan saklig grund). Över huvud taget är dock den sammanfattande bedömningen av respondenternas svar att de anser att det är fråga om få fall där direkta försök att påverka värdenivåer förekommer. En respondent har svarat att kunderna många gånger kan marknaden lika bra som värderaren plus att kunderna känner objekten bättre vilket skulle vara motiv för att behov finns att stämma av olika saker med uppdragsgivaren*

#### **4. MARKNADSRELATERADE PARAMETRAR VID MARKNADSVÄRDERING**

I detta avsnitt kommer jag att diskutera olika parametrar i ett driftnetto så som hyresinbetalningar, drift- och underhållsutbetalningar samt problem kopplade till dessa parametrar vid marknadsvärdebedömning. Utöver detta kommer även att föras en diskussion om direktavkastningskravets och kalkylräntekravets härledning och uppbyggnad samt samband mellan dessa olika räntekrav.

##### **4.1 Marknadsmässigt/ normaliserat driftnetto**

För att få fram marknadsvärdet, eller marknadens direktavkastningskrav, behöver man bedöma ett normaliserat driftnetto (Dn) vid tillämpning av direktavkastningsmetod. Att bedöma ett normaliserat driftnetto innehåller ett antal olika delproblem av vilka jag endast ska belysa några nedan.

Sådana antaganden som man skulle kunna utgå ifrån för att bedöma direktavkastningskravet på en delmarknad för exempelvis kontorsfastigheter är hyror, drift- och underhållskostnadsnivåer, fastighetsskatt och tomträttsavgäld vilka leder fram till ett driftnetto. Det antagna driftnettot ställs i relation till priser betalda på marknaden och ger då indikationer på nivån i de direktavkastningskrav marknaden kräver för investeringar i likvärdiga objekt på den aktuella delmarknaden.

---

<sup>30</sup> Baum et al, 2001

#### 4.1.1 Marknadsmässig/ normaliserad hyresinbetalningsnivå

Att bedöma den marknadsmässiga intäkts-/inbetalningsnivån inrymmer vissa svårigheter som bruttointäktsnivå och vakansnivåer vilka i sin tur medför svårigheter att avläsa precisa nivåer på direktavkastningen via genomförda transaktioner på marknaden.

Dessa marknadsmässiga intäkter (eller inbetalningar) kan bedömas både brutto med avdrag för marknadsmässig vakans/hyresrisk eller netto efter detta avdrag. De marknadsmässiga intäkterna/inbetalningarna skall bedömas mot vad som bedöms vara en normal intäktsnivå för den aktuella typen av objekt på den aktuella delmarknaden. Den marknadsmässiga hyran/intäkten som avses är således inte densamma som sannolik hyra vid nytecknande av ett kontrakt vid den aktuella tidpunkten för olika lokaler i det aktuella värderingsobjektet, utan ett uttryck för hur den normala genomsnittliga intäktsnivån bedöms se ut på marknaden för likartade objekt vid värdetidpunkten.<sup>31</sup> Det beskrivna problemet i detta stycke kan kort åskådliggöras i nedanstående exempelberäkning där bedömd marknadsmässig nyteckningshyra avseende lokalerna i ett värderingsobjekt bedöms till 3000:-/kvm medan den genomsnittliga intäkts-/inbetalningsnivån i jämförbart bestånd på marknaden bedöms uppgå till 2.500:-/kvm. Marknadsmässiga drift- och underhållskostnader, fasighetsskatt samt tomträttsavgäld bedöms uppgå till 500:-/kvm. Antag att relevant jämförelsematerial från en ortsprisanalys visar en prisnivå på 30.000:-/kvm i genomförda transaktioner.

Direktavkastning baserad på nyteckningshyra som marknadsmässig hyra:  
 $3.000 - 500 = 2.500$  ;  $2.500/30.000 = 8,3$  % i direktavkastning

Direktavkastning baserad på de genomsnittliga intäkts-/inbetalningsnivån på marknaden som marknadsmässig hyra:  
 $2.500 - 500 = 2.000$  ;  $2.000/30.000 = 6,7$  % i direktavkastning

Om vi skulle utföra en värdebedömning på ett objekt vars marknadsmässiga driftnetto bedömts till 1.900 kan vi följaktligen komma fram till:

$1.900/ 8,3$  % = ca 22.900

eller

$1.900/ 6,7$  % = ca 28.400

beroende på hur direktavkastningskravet har härletts från marknaden i ett fall som ovan beskrivits.

Från det lägsta till det högsta ovan skiljer det ca 24 % och från det högsta till det lägsta ovan skiljer det ca 19 %.

I sammanhanget bör noteras att bedömd långsiktig vakans i värderingar åren 1997-2002 legat konstant under initial vakans i den kvalitetsgranskning som sker av värderingar för Svenskt Fastighetsindex.<sup>32</sup> Detta betyder i sin tur att nettoinbetalningar riskerar att överskattas. När man behandlar frågan om hyresbortfall/vakanser i en värdering måste man dock vara uppmärksam på att inte beakta risker dubbelt, det vill säga både i avkastningskravet och i driftnettot, exempelvis via vakanser.

---

<sup>31</sup> Intervju med Erik Persson, 2003-11-28

<sup>32</sup> Svenskt Fastighetsindex, 2003 a

#### 4.1.2 Marknadsmässig/ normaliserad drift- och underhållsutbetalningsnivå

När det gäller operativa kostnader/utbetalningar tycks det föreligga någon slags presumtion att marknadsmässiga drift- och underhållskostnader, när det gäller fastigheter, kan bedömas på ett schablonartat sätt<sup>33</sup>. Detta förenklade förfarande är många gånger otillfredsställande då variationerna i verkligheten kan vara betydande. I sammanhanget kan det vara intressant att notera att skillnaden mellan dyraste och billigaste kommun i landet, när det gäller driftkostnader för flerbostadshus som omfattas av Avgiftsgruppens (bland annat SABO, Hyresgästernas Riksförbund, Sveriges Fastighetsägare m.fl.) rapport – *Fastigheten Nils Holgerssons underbara resa genom Sverige*, uppgår till ca 150:-/kvm<sup>34</sup>.

När det gäller driftutbetalningsposterna administration och fastighetsskötsel visar SCB:s intäkts- och kostnadsundersökning för flerbostadshus år 2000 en snittnivå för riket på 73:-/kvm<sup>35</sup>. Det är emellertid osäkert huruvida denna kostnad verkligen baseras på en marknadsmässig ersättning för nedlagt arbete avseende dessa två kostnadsslag. De kommunala bostadsföretagen redovisade 116:-/kvm i rikssnitt för motsvarande kostnadsslag år 2001<sup>36</sup>. En undersökning utförd i Linköping på 1980-talet visar på sannolika betydande ideella inslag i förvaltningen hos mindre privata fastighetsägare<sup>37</sup>. Rent teoretiskt borde det ske en distinktion mellan vad som är marknadsmässig avkastning på utfört arbete och vad som är avkastning på kapitalet, med andra ord borde en marknadsmässig ersättning för dessa arbetsuppgifter alltid belasta driftnettot vid bedömningar av marknadsmässiga direktavkastningskrav och/eller marknadsvärdebedömningar baserade på avkastningsmetoder<sup>38</sup>. De marknadsmässiga kostnaderna så som de beskrivits i detta stycke torde inte skilja sig åt i någon större omfattning mellan olika fastighetsägare. En fastighetsägare som utför ideellt arbete i sin egen förvaltning har dessa kostnader i realiteten ur ett alternativperspektiv men redovisar dem kanske inte. Större fastighetsägare med ”tungt” organisationer har kanske högre kostnader än vad den genomsnittlige fastighetsägaren skulle ha beroende på olika omständigheter medan andra större fastighetsägare kan ha lägre kostnader än genomsnittet på vissa objekt på grund av skalfördelar.

I kvalitetsgranskningen av värderingarna som utförs för Svenskt Fastighetsindex har på senare år uppmärksammats att nivån på antagna drift- och underhållskostnader i värderingar minskat i förhållande till verkliga kostnader i de företag som äger fastigheterna. År 1999 uppgick bedömda drift- och underhållskostnader i värderingar i

---

<sup>33</sup> se exempelvis Leimdörfer, 2003 där drift- och underhållskostnader för bostäder antas vara 350:-/kvm för äldre bostadsfastigheter och 275:-/kvm för nyproducerade eller nyligen ombyggda bostadsfastigheter genomgående för hela Sverige. När det gäller kontor anges dessa kostnader till 300:-/kvm i Stockholms innerstad medan dessa kostnader antas ligga i nivån 250-275:-/kvm i hela övriga Sverige.

<sup>34</sup> Avgiftsgruppen, 2002

<sup>35</sup> SCB, 2001

<sup>36</sup> SABO, 2002

<sup>37</sup> Lundström, Lindgren & Wiberg, 1987

<sup>38</sup> se även resonemang i Nordlund, 2003

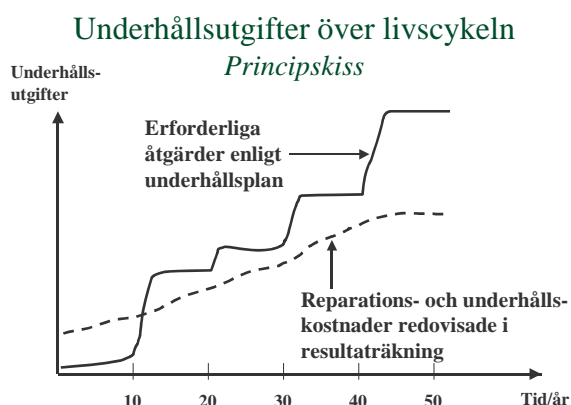
förhållande till verkliga förvaltningskostnader året innan till 90 %. År 2002 uppgick samma andel endast till 73 %.<sup>39</sup>

När det gäller underhållskostnadsnivåer påverkas dessa av avgränsning mellan underhållskostnader och investeringar. Var gränsen mellan det sistnämnda skall dras torde ligga hos den som utför analysen i många fall.

Problemet gränsdragning investering och underhållskostnad är klassiskt och kan delvis hänföras till skilda synsätt mellan kostnadsbaserad värdeteori och marknadsbaserad värdeteori. Redan under 1900-talets första år underströk Irving Fischer skillnaden mellan kostnad och värde. Paul F. Wendt ansåg att det inte fanns någonting till stöd för att kostnader och marknadspriser skulle uppgå till samma belopp/värde vid någon tidpunkt för en viss resurs.<sup>40</sup> Nedanstående figurer utgör principiella resonemang vad avser utveckling av underhållsbetalningar och komponentbyten över en normal livscykel för dels en bebyggd hyresfastighet och dels en skolbyggnad.

En definition på en investering är att utbytet förväntas bli större än insatsen och att det finns ett visst tidsmässigt avstånd mellan insats och utbyte.<sup>41</sup>

Figur 4.1



Figuren ovan visar en principskiss över reparations- och underhållsutgifter över livscykeln för en bebyggd hyresfastighet. Av skissen framgår att det under senare delen av byggnadens livscykel normalt föreligger en skillnad mellan vad som redovisats som reparations- och underhållskostnader i resultaträkningen i ett fastighetsföretag och de faktiska behoven av underhållsåtgärder enligt en underhållsplan. Källa: Björklund & Nordlund, 2003

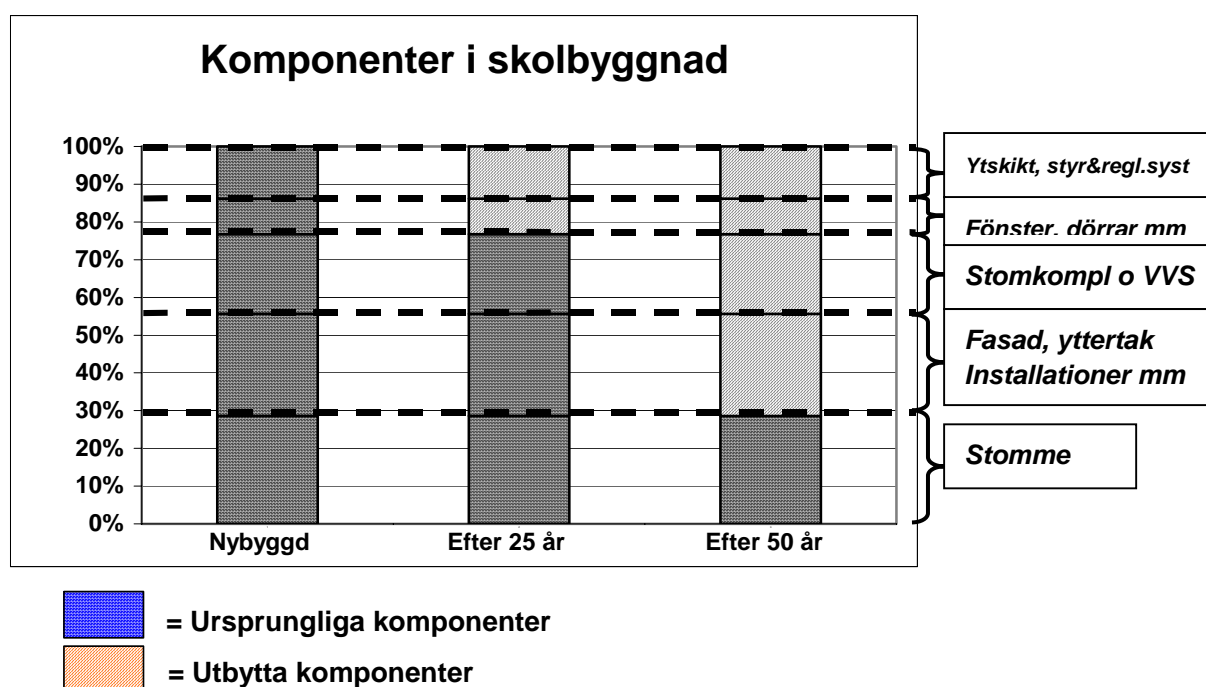
Av ovanstående principskiss kan förstås att endera utförs inte en stor del av de åtgärder som behövs enligt en underhållsplan eller också kostnadsförs de inte i resultaträkningen direkt i anslutning till att utbetalningen sker utan redovisas på annat sätt, möjligen som en investering med bokning som tillgång i balansräkningen.

<sup>39</sup> Svenskt Fastighetsindex , 2003 a

<sup>40</sup> Burton, 1982

<sup>41</sup> Darmer & Freytag, 1995

Figur 4.2



Figuren ovan visar kostnadsandelen för olika komponenter i en skolbyggnad i olika stadier av livscykeln. Figuren avser bearbetade data från källan Bejrum & Lind, 2002.

Av en komponentmodell och intervall för utbyten av olika komponenter på och i en byggnad kan förstås att samtliga utgifter enligt en underhållsplan i normalfallet inte avser kostnader. Grundtanken är att en utgift kostnadsföres därför att utgiften i sig inte motsvarar någon framtida nytta, istället konsumeras nyttan omedelbart eller i nära anslutning till att ett företag åsamkat sig utgiften. Vissa delar av erforderliga utgifter enligt en underhållsplan torde ha karaktären av investeringar snarare än kostnader på grund av att utgifterna i planen också har en framtida nytta som sträcker sig längre än det räkenskapsår då utgiften åsamkades.

Ett exempel från den praktiska världen som belyser problematiken med gränsdragning mellan underhållskostnad och investering är redovisningen, år 2001 och 2002 i det börsnoterade fastighetsbolaget Heba Fastighets AB. Moderbolaget innehar fastigheter motsvarande ca 90 % av total uthyrningsbar area i den koncern där Heba är moderbolag. I moderbolaget uppgår redovisade underhållskostnader till 34 Mkr (2001) respektive 35 Mkr (2002). Detta motsvarar 175:-/kvm (2001) respektive 165:-/kvm (2002). I koncernredovisningen som omfattar mer total uthyrbar area än moderbolaget uppgår redovisade underhållskostnader till 16 Mkr (2001) respektive 19 Mkr (2002). Detta motsvarar 76:-/kvm (2001) respektive 79:-/kvm (2002). Underhållsutgifter har följaktligen klassificerats annorlunda i koncernredovisningen vad avser fördelning underhållskostnader/investeringar, än i den juridiska personen/moderbolaget. Det driftöverskott som baseras på den lägre nivån underhållskostnader, i koncernen, används sedan av bolaget som grund/underlag för en bedömning av fastigheternas marknadsvärde på annan plats i årsredovisningen. Driftöverskottet från koncernredovisningen divideras med ett bedömt marknadsmässigt direktavkastningskrav som anses vara representativt för olika delmarknader där koncernens fastighetsbestånd är beläget.

Underhållskostnader redovisas ofta i företagens externredovisning efter beaktande av såväl skatteregler som rena redovisningsrättsliga regler<sup>42</sup>. Skatterätten utgår från en byggnadsteknisk bedömning<sup>43</sup> av olika åtgärder som genomförs. De skatterättsliga reglerna innebär en generalisering avseende bedömningen av innebörden i olika underhålls- och reinvesteringsåtgärder på och i en byggnad<sup>44</sup>. Förenklat uttryckt kan man säga att skattereglerna under vissa förutsättningar skulle kunna medföra att man kan byta ut en mycket stor del av byggnadens komponenter och få direktavdrag i skatterättsligt hänseende för dessa under förutsättning att utbyten sker till materialkvaliteter som överensstämmer med ursprungligt skick. Skattereglerna har tidigare förutsatt att man, åtminstone i vissa fall, har behandlat underhållsåtgärderna som kostnader i redovisningen för att man skall erhålla direktavdrag vid inkomsttaxeringen, vilket dock numera är ändrat genom speciell lagstiftning<sup>45</sup>. Vissa åtgärder av en viss byggnadsteknisk karaktär får man dock aldrig direktavdrag för vid inkomsttaxeringen<sup>46</sup>, nämligen åtgärder som skatterättsligt klassificeras som ny-, till- eller ombyggnad. Följaktligen redovisar företagen med största sannolikhet den senare typen av åtgärder som en investering i redovisningen. Om vi därtill beaktar att förutsättningarna på olika delar av fastighetsmarknaden skiljer sig avsevärt inom landet och åtgärder av samma byggtekniska karaktär som utförs till samma kostnader/utgifter kan investerings-/ekonomiskteoretiskt ha olika värde beroende på var byggnaden är belägen. Då kommer man snabbt till slutsatsen att det inte alltid behöver finnas ett direkt samband mellan storleken på utgifter för åtgärder av en viss byggteknisk karaktär och det värde som utgiften för komponenten tillför byggnaden. Detta värde kan variera från en marknad till en annan. Jag återkommer till detta resonemang nedan.

Om företagen följer schematiska regler för vad som byggnadstekniskt/ skatterättsligt är att bedöma som kostnader respektive investeringar så har man i många fall missat den verkliga ekonomiska innebörden i de genomförda åtgärderna när man analyserar redovisningsdata. Ett företag vars fastigheter är belägna på en stark marknad byter ut viktiga komponenter som förlänger livslängden på byggnaden<sup>47</sup> men redovisar dessa som kostnader för att få direktavdrag vid inkomsttaxeringen trots att marknadsvärdet på fastigheten, både före och efter åtgärderna, väsentligt överstiger redovisat värde på fastigheten. Ett annat företag genomför åtgärder som byggnadstekniskt/ skatterättsligt är att anse som investering (medges ej direktavdrag vid inkomsttaxeringen). Företaget bokför åtgärderna som en investering trots att redovisat värde på fastigheten, efter

---

<sup>42</sup> Olsson, 2003; Redovisningsregler avseende underhållskostnad eller investering se ÅRL 4 kap 3§ sista st; Redovisningsrådets rekommendation RR 12 – Materiella anläggningstillgångar och/eller Bokföringsnämndens BFNAR 2001:3.

<sup>43</sup> Se exempel, RÅ 1977 ref. 85. I detta rättsfall byttes träpanelfasad mot tegelfasad. Direktavdrag medgavs med kostnad motsvarande träpanel. Se även exempelvis RÅ Ref 1984:1:98 beträffande avgränsning mellan byggnad och byggnadsinventarier.

<sup>44</sup> Översiktlig beskrivning av skatteregler när det gäller reparation och ombyggnad m.m.: Se exempelvis Norell, Ossmark & Tegnander, 1995; Fastighetstidningen, 2003; samt Olsson, 2003.

<sup>45</sup> Se RÅ 2000 ref 26 och sambandet redovisning – beskattning där det ansetts att beskattningen skall följa redovisningen i detta fall. Rättsverkan av denna dom har emellertid upphävts retroaktivt fr.o.m. 2002 års taxering genom lagstiftning december 2003.

<sup>46</sup> Exempelvis utbyte av bärande delar i byggnaden eller mera omfattande åtgärder på sådana delar; Se exempelvis RÅ 1970 ref 39 II

<sup>47</sup> exempelvis utbyten av takbeläggningar i material som har lång varaktighet eller utbyten av VA-system.

åtgärderna, väsentligt överstiger marknadsvärdet på fastigheten. I det första fallet kan det argumenteras för att utgifterna under vissa förutsättningar borde ha redovisats som tillgång och i det andra fallet som kostnad.<sup>48</sup>

Gränsdragningsproblem avseende underhållskostnad eller investering är en sådan fråga där det kan förekomma skilda bedömningar av hur olika typer av åtgärder ska klassificeras. Denna problematik kan följaktligen utgöra en väsentlig komplikation vid kalkylering och bedömning av marknadsvärden och/eller marknadsmässiga driftnetton samt direktavkastningar.

Nedanstående resonemang kan åskådliggöra problematiken med underhållskostnader eller investeringar:

Antag att två identiska fastigheter finns belägna på två olika marknader. Marknaden SVAG och marknaden STARK. På marknaden SVAG visar det sig att man betalar 2.500:-/kvm för en fastighet med en äldre byggnad (35 år) som endast underhållits löpande. För en mera nybebyggd fastighet med yngre komponenter i byggnaden betalar man på marknaden 3.500:-/kvm. Prisskillnaden uppgår till 1.000:-/kvm. Att byta ut komponenter i den äldre byggnaden för att erhålla ett skick som ligger närmare det skick den nyare byggnaden befinner sig i medför utbetalningar om 4.000:-/kvm. Rent ekonomiskteoretiskt torde under vissa förutsättningar 1.000:-/kvm kunna betraktas som en investering och 3.000:-/kvm betraktas som underhållskostnad. På marknaden STARK antar vi att nedlagda utgifter om 4.000:-/kvm innebär en värdeökning om 2.000:-/kvm. I det senare fallet är hälften av de nedlagda utgifterna avseende komponentbyten en investering ur ett ekonomiskteoretiskt perspektiv. Vi kommer att få två olika nivåer på driftnetton/driftöverskott som betingas av hur marknaden värderar komponentbytena på respektive delmarknad. Dessa skillnader skulle exempelvis kunna uppstå om vi, för att exemplifiera, antar att den beräknade kostnadsbesparingen är 100:-/kvm till följd av åtgärderna, medan det marknadsmässiga direktavkastningskravet är 10 % på marknaden SVAG och 5 % på marknaden STARK.<sup>50</sup>

Det troliga är att olika aktörer kommer till olika slutsatser i olika fall avseende gränsdragningen underhåll - investeringar. Ett försök att illustrera svårigheterna i dessa bedömningar görs i nedanstående bild:

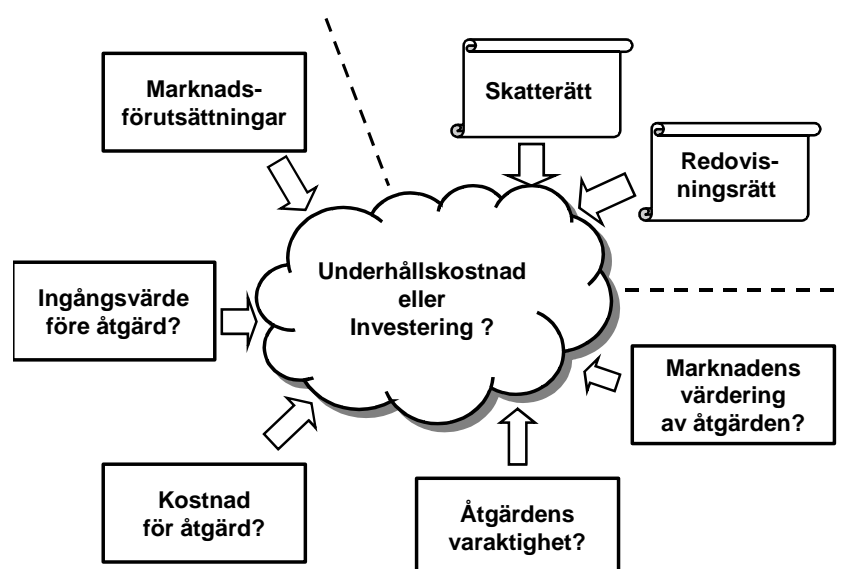
---

<sup>48</sup> Se även resonemang i Folke & Nordlund, 1999

<sup>49</sup> Lind, 2003

<sup>50</sup> Se även resonemang i Folke & Nordlund, 1999

Figur 4.3



I figuren ovan visas tänkbara aspekter som kan påverka klassificeringen i redovisningsdata avseende underhållskostnad eller investering.

## 5. EMPIRI – INTERVJURESLTAT ORTSPRISMETOD

Nedan redovisas resultat från intervjuer avseende ortsprismetod.

### 5.1 Frågeställningar och sammanfattning av intervjusvar

Nedan redovisas frågor och sammanställning av svar från respondenterna avseende tillämpning av ortsprismetoden.

#### Om ortsprismetod används

- 2.1 Redovisas jämförelseobjekt i värdeutlåtandet ?

*Fem av respondenterna anger att jämförelseobjekt redovisas i värdeutlåtanden. Två respondenter svarar att jämförelseobjekt redovisas men att detta kan variera från fall till fall där kundens behov i viss mån kan vara styrande. En respondent har inte besvarat frågan.*

- 2.2 Anges i värdeutlåtandet vilka objekt i jämförelsematerialet som är mest jämförbart med det aktuella objektet (som värderas) ?

*Fyra respondenter svarar ja på frågan. En respondent svarar att det oftast förekommer någon form av diskussion i detta avseende i värdeutlåtandet. Två svarar ett det kan variera, ibland sker detta och ibland inte. Finner man dock något jämförelseobjekt som är mycket bra redovisas detta/dessa. En har inte besvarat frågan.*



- 2.3 Hur bedöms att objekten är jämförbara?

*Respondenterna anger olika faktorer som är viktiga vid bedömning av om objekt är jämförbara. I det följande anges faktorer samt siffra inom parentes som anger antal respondenter som ansett detta kriterium vara viktigt. Läge (7); Skick/standard/utförande (6); Ålder (3); Hyresgästmix (3); Planlösning/lokaltyper (3); Storlek (3); Vakans/uthyrningsgrad (2). En respondent har inte besvarat frågan.*

- 2.4 Varifrån hämtas jämförelsematerial (källa avseende ortsprismaterial) ?

*Bland svaren från respondenterna finns ortsprissystem så som Ljungquist, Datscha och VD Pro. Några representanter för de större värderingsföretagen har även svarat att man har egna analysavdelningar. Viktigt i sammanhanget har också varit, i svaren från flera av respondenterna: Förköpslistor från kommunen, pressmeddelanden försäljningar, affärer som är "på gång" men ännu ej offentliggjorda; Fastighetvärldens nyhetsfax; Vissa generella slutsatser från paketaffärer; Affärer som aldrig blev av men där man vet hur buden låg; Kontakt med marknadens aktörer på olika sätt rent allmänt; "Gratisinformation" från olika affärer som värderingsföretaget varit inblandat i.*

- 2.5 Hur går Du tillväga om underlaget för jämförelsematerial är svagt på den aktuella delmarknaden ?

*Samtliga respondenter som besvarat frågan (7 st) anger att ortsprisområdet utökas i sådana fall. Man tittar på andra geografiska delmarknader som liknar den delmarknad som värderingsobjektet ligger på. Åtminstone två av respondenterna har också tydligt svarat att även andra typer av objekt än det aktuella värderingsobjektet kan komma ifråga varvid olika typer av analogiresonemang kan komma ifråga.*

- 2.6 Vilka normeringar sker av ortsprismaterialet?

*Vanligaste svaren är en normering till areametod/kr/kvm (5 st) och nettokapitalisering (6st). Två respondenter har även svarat att bruttokapitalisering och köpeskillingskoefficient förekommer. En respondent har inte besvarat delfrågan.*

## **5.2 Sammanfattning och analys intervjuresultat ortsprismetod**

I svaren från respondenterna kan utläsas att det finns viktiga informationskällor vid sidan av de officiella ortsprissystemen (Ljungquist, Datscha, VD Pro m.fl). Dessa informationskällor kan vara förköpslistor från kommunen, pressmeddelanden, budnivåer i affärer som aldrig blev av m.fl. informationskällor.

Om brist föreligger på jämförelseobjekt på den, för värderingsobjektet, relevanta marknaden utökas det geografiska jämförelseområdet och/eller typen av jämförelseobjekt.

Viktigaste/vanligaste normeringsfaktorer vid bearbetning av ortsprismaterialet synes vara normering till area samt till nettokapitalisering.

De viktigaste faktorerna som avgör om objekt anses jämförbara med det aktuella värderingsobjektet är läge samt skick/standard/utförande.

Jämförelseobjekt redovisas oftast men inte alltid i värdeutlåtanden enligt respondenterna. Enligt erhållna intervjusvar skall det också vanligen framgå av värdeutlåtandet vilket eller vilka av jämförelseobjekten som är mest jämförbart med det aktuella värderingsobjektet som värderas.

## **6. EMPIRI – INTERVJURESULTAT DIREKTAVKASTNINGSMETOD**

Nedan redovisas resultat från intervjuer avseende direktavkastningsmetod.

### **6.1 Frågeställningar och sammanfattning av intervjusvar**

Nedan redovisas frågor till respondenterna och sammanställningar av deras svar avseende direktavkastningsmetoden.

#### **Om direktavkastningsmetod används:**

*Några av respondenterna har inte besvarat fråga 3 eller delfrågor under denna med motiveringen att direktavkastningsmetod inte används. Några respondenter har ansett att man ändå måste göra bedömningar som är likartade med direktavkastningsmetoden för att kunna komma fram till direktavkastningen på delmarknaden vid normeringar till nettokapitalisering vid ortsprismetod och har besvarat frågorna ur detta perspektiv. Endast en, möjligen två(beroende på hur man tolkar svaren), respondent/-er har dock explicit angivit att man använder direktavkastningsmetod (som en egen avkastningsmetod) vid värdebedömningen.*

- 3.1 Hur bedöms driftnettot och direktavkastningskravet vid nettokapitalisering/ direktavkastningsmetod ?

*Respondenterna (5 st) har svarat att bedömt normaliserat / marknadsmässigt driftnetto för den aktuella typen av objekt ställs i relation till betalda priser på marknaden (jämförelseobjekten i ortsprismaterialet). Två respondenter har tydligt angett att man jobbar med standardiserade sifferpaket när det gäller drift- och underhållskostnader, exempelvis att bostäder kostar 350:-/kvm. En respondent svarar att man även väger in verkliga driftnetton när man känner till dessa, vilket man gör ibland, när man bedömer den relevanta direktavkastningen.*

- 3.2 Hur tas hänsyn till de fall då nuvarande kontrakterad hyra avviker från marknadshyran?

*Samtliga respondenter som besvarat frågan (5 st) svarar att de nuvärdesberäknar under- och/eller överhyra i förhållande till rådande marknadshyra eller normaliserad hyresnivå och lägger in detta som ett tillägg eller avdrag för det aktuella värderingsobjektet.*

- 3.3 När det gäller större/ väsentliga lokalhyresavtal. Analyseras hyresgästens betalningsförmåga? Görs en bedömning av hyresgästens förutsättningar att fullfölja hyresavtalet under kontraktstiden – speciellt vid långa hyresavtal ( 3 år eller mer) ?

*I svaren från respondenterna kan utläsas att sådana bedömningar sker ibland då det anses särskilt påkallat dock inte alltid. Se även svar fråga 5.3 nedan.*

- 3.4 Hur bedöms representativ hyresrisk?

*Fyra respondenter har besvarat denna delfråga. Svaren bör även ses tillsammans med de svar som lämnas under fråga 5.5 nedan. De svar som lämnats här handlar om att bedömning för objektet sker efter vakansen i området eller på orten samt att bedömning sker av objektets marknadsposition (bättre eller sämre än konkurrerande utbud). Viss hänsyn tas även till hyresgästsammansättning i det aktuella objektet samt historiska utfall avseende vakanser för det specifika objektet. En respondent anser att de normala vakanserna på marknaden ligger i direktavkastningskravet och att endast avvikelser från normal vakansnivå skall läggas in i driftnettokalkylen.*

- 3.5 Hur bedöms nivå på driftutbetalningar och de delkomponenter som denna post består av samt fastighetsskatt och eventuell tomträttsavgäld?

*Svaren från respondenterna varierar en del. Två respondenter svarar att dessa jobbar helt och hållet med normaliserade siffror bestående av standardiserade nivåer (ex.vis bostäder kostar 350:-/kvm). En annan respondent svarar att man i normalfallet utgår från historiska utfall för objektet och att de taxebundna kostnaderna får stort genomslag i de bedömda driftnettona medan justeringar sker, till bedömda normaliserade nivåer på marknaden, för kostnader av karaktären administration, fastighetsskötsel och underhåll. En respondent svarar att regelmässig avstämning sker med kolleger i förvaltningsbolag och att drift- och underhållskostnaderna sedan relateras till en liten och effektiv förvaltning i privat regi, 100-150 hus. En respondent svarar att man utgår från verkliga kostnader och gör jämförelser med nivåer i Svenskt Fastighetsindex samt att avvägning sker mellan verkliga utfall, schablonkostnader och "normaliserade" nivåer varvid invägs om objektet är bättre eller sämre än "normalobjektet". Alla respondenter som svarat på delfrågan lägger dessutom drift- och underhåll i samma post. De som svarat har lämnat svar som varit mer relaterade till driftkostnader exklusive fastighetsskatt och tomträttsavgälder. Svaren på denna fråga bör även i viss utsträckning ses tillsammans med svaren på fråga 5.6 nedan.*

- 3.6 Hur bedöms underhållsutbetalningar? Avgränsningar mellan underhåll och investeringar.

*Respondenterna svarar att underhåll bedöms i en post, drift- och underhåll. En respondent svarar att akuta underhållsåtgärder dras direkt från värdet medan en betonar att det föreligger vissa svårigheter att skilja på vad som är investeringar och vad som är underhåll. En respondent hänvisar endast till erfarenhetstal. En respondent anser att löpande underhåll ligger i driftkostnaderna och periodiskt underhåll är det som behövs för att vidmakthålla byggnaden. Periodiska åtgärder som höjer hyran betraktas som investeringar och belastar ej driftnettot.*

**Bedömning av marknadshyra:** Hur bedöms marknadshyran för det specifika objektet som värderas? (Utgångspunkt i genomsnittlig marknadshyra med tillägg/avdrag för anpassning till det specifika objektet ?)

*Samtliga respondenter har besvarat frågan. De flesta är överens om att relevanta marknadshyror är hyror som nyligen förhandlats i närområdet, för likartade lokaler i likartade lägen. I första hand görs jämförelser om möjligt med nyligen tecknade avtal i samma hus. En respondent framför att viss hänsyn också tas till sittande hyresgäst och en annan respondent trycker på att denne tillämpar en viss restriktivitet när det gäller att bara se på nytecknade kontrakt hela tiden, även faktiska innevarande nivåer på hyror påverkar. En respondent säger att bedömningen är kopplad till erfarenhetstal.*

## **6.2 Sammanfattning och analys intervjuresultat direktavkastningsmetod**

Endast en, möjligen två (beroende på hur man tolkar svaren), respondent/-er har explicit angivit att man använder direktavkastningsmetod (som en egen avkastningsmetod) vid värdebedömningen av större kontorshyresfastigheter. Några respondenter har dock ansett att vissa frågeställningar ändå behövt besvaras med hänsyn till likartade frågeställningar vid normering av ortsprismaterial till nettokapitalisering. En sammanfattande bedömning av svaren visar att bedömda marknadsmässiga driftnetton som ligger till grund för bedömning av marknadsmässiga direktavkastningskrav delvis bedöms olika.

### *Nivå på hyresinbetalningar i det marknadsmässiga driftnettot*

När det gäller hyresinbetalningar i det bedömda marknadsmässiga driftnettot är min bedömning att det förekommer att den marknadsmässiga hyresnivån i många fall bedöms utifrån en gällande nyteckningshyra vid värdetidpunkten. En respondent har dock svarat avvikande, att även innevarande nivåer påverkar. Beroende på vilken metod som används vid värdebedömningen torde det föreligga skillnader i hur man bedömer marknadsmässig hyra. Vid direktavkastningsmetod torde den genomsnittliga faktiska hyresnivån i beståndet som omsatts på marknaden vara mera relevant än nyteckningshyran, medan nyteckningshyran är mera relevant vid kassaflödesmetod då antaganden sker avseende omförhandling av kontrakt i framtiden. Då utgående nivå på hyran avviker från marknadsmässig nivå på hyran har samtliga respondenter som besvarat frågan (5 st) svarat att de nuvärdesberäknar skillnaden mellan marknadsmässig hyra och utgående hyra under kvarvarande kontraktstid (i normalfallet) och hanterar nuvärdet som ett tillägg eller avdrag för det aktuella värderingsobjektet. Tillägg eller avdrag sker utifrån det värde som framkommer när objektets bedömda marknadsmässiga driftnetto divideras med det bedömda marknadsmässiga direktavkastningskravet. Den representativa hyresrisken (normalt långsiktigt hyresbortfall) bedöms efter vakansen i området eller på orten samt med

hänsyn till objektets marknadsposition varvid hänsyn även tas till historiska vakanssiffror samt hyresgästsammansättning för objektet.

*Nivå på utbetalningar avseende drift- och underhåll i det marknadsmässiga driftnettot*  
Nivån på drift- och underhållsbetalningar bedöms i vissa fall enligt schabloner som är likartade beroende på lokaltyp. I andra fall bedöms nivån på dessa utbetalningar utifrån faktiska utfall, dock justeras vissa delposter till bedömd marknadsmässig nivå (exempelvis administration och fastighetsskötsel). Utbetalningar avseende underhåll anpassas till objektets skick och ålder, men det är ovanligt att resonemang fördjupas avseende gränsdragning mellan underhåll och investeringar. Denna gränsdragning är dock viktig med hänsyn till att endast det förra utbetalningsslaget skall belasta driftnettot.

Precisionen i bedömda inbetalnings- och utbetalningsnivåer ger också upphov till följande fråga i nästa steg: Med vilken precision är det egentligen möjligt att mäta direktavkastningskravet utifrån bedömda marknadsmässiga driftnetton i relation till jämförelseobjekten i ett ortsprismaterial?

Som framgått ovan i avsnitt 4.1.2, föreligger stora skillnader mellan kommunala taxor i olika kommuner i Sverige. Dessutom föreligger sannolikt skillnader i nivåer mellan identiska utbetalningar som skall hänföras till underhåll respektive investering i olika delar av landet. Följden av detta blir att svagare marknader med högre avkastningskrav torde få se en större andel av utbetalningar avseende underhåll hänföras till driftnettot än starkare marknader med lägre direktavkastningskrav. Utöver detta torde det inte vara tillfyllest att anse att den marknadsmässiga hyresinbetalningsnivån i det marknadsmässiga driftnettot är uppbyggt av marknadens bedömda nyteckningshyror vid värdetidpunkten eftersom de objekt som omsätts på marknaden sannolikt innehåller varierande grader av nytecknade och äldre kontrakt. Den faktiska direktavkastningen i affärer på marknaden kan mot bakgrund av vad som framförts i detta stycke vara mycket svår att mäta exakt.

## **7. EMPIRI – INTERVJURESULTAT KASSAFLÖDESMETOD**

Nedan redovisas resultat från intervjuer avseende kassaflödesmetod.

### **7.1 Frågeställningar och sammanfattning av intervjusvar**

Nedan redovisas frågor till respondenterna och en sammanställning av deras svar avseende kassaflödesmetoden.

#### **Om kassaflödesmetod används:**

*Två av respondenterna har särskilt framhållit att kassaflödeskalkylerna görs så långa att de ska innefatta värdepåverkande normaliseringar/ anpassningar så som hyra, tomträttsavgälder m.m.*

- 5.1 Vilket underlag används för bedömning av hyresinbetalningar?

*De flesta respondenterna svarar att underlaget i många fall kan bestå av olika typer av sammanställningar som innehåller uppgifter om hyresgäst,*

*kontraktstid, bashyra, index, vidaredebiterade kostnader, uthyrbara areor, vem som skall bekosta olika typer av underhållsåtgärder etc.*

*Respondenterna är också ganska eniga om att större väsentliga lokalhyresavtal begärs in i form av kopior av dessa.*

- 5.2 Hur tas hänsyn till de fall då nuvarande kontrakterad hyra avviker från marknadshyran?

*Respondenterna är eniga om att gällande kontrakt normalt får löpa så länge avtalsperioden gäller. Därefter sker i "normalfallet" en justering till bedömd marknadshyra då kontraktet löper ut.*

- 5.3 När det gäller större/ väsentliga lokalhyresavtal. Analyseras hyresgästens betalningsförmåga? Görs en bedömning av hyresgästens förutsättningar att fullfölja hyresavtalet under kontraktstiden – speciellt vid långa hyresavtal (3 år eller mer) ?

*Se även svar på fråga 3.3 ovan. I normalfallet sker en uppföljning av hyresgästens betalningsförmåga när det finns indikationer på problem, dock inte regelmässigt. De flesta som svarat på frågan anger att det då i första hand är fråga om uppgifter från kreditratingsystem typ UpplysningsCentralen eller liknande.*

- 5.4 Hur bedöms hyresutvecklingen under prognosperioden? Kopplingar till inflation, BNP, BRP antaganden för prognosåren.

*Av åtta respondenter som besvarat frågan svarar sju st att marknadshyrans utveckling i normalfallet antas följa antagen inflationsutveckling när det gäller marknadsvärdebedömningar. Två respondenter svarar att det eventuellt i liten omfattning tas hänsyn till delmarknadens utveckling/ekonomiska tillväxt. En respondent uttrycker en viss tvekan till att marknadshyran skall följa inflationens utveckling och att man måste väga in den lokala delmarknadens utveckling när bedömning sker huruvida marknadshyran kan följa inflationen.*

- 5.5 Hur bedöms vakansutvecklingen under prognosåren?

*En sammanfattning av respondenternas svar är att nuläget tycks vara viktigt (initial vakans) vid bedömning av vakansscenario i prognos. Ofta anges vakansen som en generell siffra över prognosåren. En respondent uppger att särskilt vakansscenario upprättas för det specifika värderingsobjektet som är kopplad till objektets bedömda marknadsposition och en annan anger att det handlar om en bedömd "normalvakans" över en konjunkturcykel. Viktigt tycks också vara hur större hyresavtal löper ut under prognosperioden och hur man bedömer att den nuvarande vakansen på marknaden förhåller sig till en bedömd normaliserad vakans. En respondent är tydlig på att det handlar mycket om erfarenhetsbedömningar.*

- 5.6 Hur bedöms nivå på driftutbetalningar och de delkomponenter som denna post består av samt fastighetsskatt och eventuell tomträttsavgäld? - Dels ingångsvärdet i prognosen samt utvecklingstakten på olika delkomponenter.

*En respondent anger att driftkostnader handlar om schablonnivåer som justeras med hänsyn till om objektet är bättre eller sämre än "normalobjektet". Utgångspunkten är standardiserade sifferpaket (ex.vis bostäder kostar 350:-/kvm). Flera respondenter uttrycker en strävan efter att försöka ta hänsyn till faktiska utfall när det gäller driftutbetalningar (-kostnader). Flera respondenter anger också att drift och underhåll redovisas i samma post. Tre av åtta respondenter svarar att drift (och 2 st inklusive underhåll) bedöms öka med någon %-enhet över inflationen. Fem av åtta respondenter svarar att drift (och oftast inklusive underhåll) följer inflationens utveckling. När uppgifter om faktiska utfall saknas svarar en respondent att utbetalningarna då blir mera schablonmässigt bedömda. Källor som då används vid bedömningen är bland annat nivåer i REPAB, Svenskt Fastighetsindex och egna datakällor i företaget. Några respondenter anser att kostnadsslag typ administration och fastighetsskötsel ska marknadsanpassas och att hänsyn ska tas till vem som är den sannolike köparen. Den sannolike köparen kan exempelvis ha en låg marginalkostnad i dessa avseenden för att förvalta ytterligare ett objekt.*

- 5.7 Hur bedöms underhållsutbetalningar? Avgränsningar mellan underhåll och investeringar – Ingångsvärde samt utveckling under prognosåren.

*Två respondenter svarar att bedömning av underhåll sker enligt erfarenhetstal och en av dem anger också att statistik invägs i bedömningen. 3 respondenter svarar att de försöker väga in åtgärder enligt underhållsplan om sådan finns upprättad. 4 respondenter svarar att de väger in iakttagelser från besiktning av fastigheten och 3 av dessa 4 är också de som uppger att de tar hänsyn till underhållsplaner. Behov av hyresgästanpassningar bedöms med ledning av hur kontrakten löper ut eller efter vad som framkommit vid besiktning. En respondent trycker på att underhållsutbetalningar har en högre utvecklingstakt än inflationen övriga svarar att underhåll utvecklas som inflationen (5 st) eller att underhållet ingår som en del i total driftkostnad och att denna post i sin tur utvecklas någon %-enhet över inflationen (2 st).*

*Två respondenter framför att det många gånger är svårt att göra gränsdragningen mellan vad som är investering och vad som är underhåll. En respondent är tydlig på att detta inte är något problem eftersom båda utbetalningstyperna ändå ska ligga med i kassaflödet och att uppenbara investeringar ska resultera i en höjd hyra och/eller sänkta driftkostnader.*

- 5.8 Hur bedöms kalkylräntekrav och direktavkastningskrav för restvärdebedömning?

Direktavkastningskravet för restvärdebedömning:

*Fem av åtta respondenter svarar att direktavkastningskravet för restvärdebedömning i normalfallet är samma som det direktavkastningskrav som gäller vid värdetidpunkten. 2 respondenter har svarat något otydligt men svaret, bedömer jag, ska tolkas som att direktavkastningskravet för restvärdebedömning är samma direktavkastningskrav som vid värdetidpunkten. 1 respondent har svarat att direktavkastningskravet för restvärdebedömningen kan avvika från nuläget på grund av att det ofta är en lång kalkylperiod och att, för att ta något exempel, fastigheten är äldre i slutet av kalkylperioden än i början om man explicit inte räknat med standardhöjande åtgärder. Svaren i intervjuerna är dock att initialt direktavkastningskrav normalt är samma som det direktavkastningskrav man använder för bedömning av restvärde.*

Kalkylräntekravet:

*Fyra respondenter svarar i princip att kalkylräntekravet är initialt direktavkastningskrav + inflation (exempelvis 2 % inflation + 7 % direktavkastningskrav = 9 % kalkylränta)  
En respondent svarar att utgångspunkten är initialt direktavkastningskrav varefter justering sker för komponenter avseende värdeförändring och inflation under prognosperioden.  
Två respondenter svarar att man utgår från ett komponentresonemang (exempelvis riskfri realränta+risk+inflation) men den ene av dessa understryker att en koppling därvid även sker till det aktuella direktavkastningskravet. Denne anger också att kalkylräntekravet ibland bedöms med ledning av en WACC<sup>51</sup> för en tänkt "normalinvestorare".  
En respondent kopplar kalkylräntekravet till vad som framkommit vid ortsprismetoden utan närmare precisering.*

## **7.2 Sammanfattning och analys intervjuresultat kassaflödesmetod**

### *Hysesinbetalningar*

Värderingskalkyler enligt kassaflödesmetoden upprättas med utgångspunkt i de kontrakterade hyror som gäller vid värdetidpunkten, varefter en successiv marknadsanpassning, i normalfallet, sker efter hand som avtalen löper ut. Vad gäller vakanser under prognosperioden, framåt i tiden, synes nuvarande vakansnivå i många fall ha en väsentlig inverkan på hur man bedömer vakansnivån framåt i tiden. Anpassning efterstivas dock om man bedömer nuvarande vakansnivå som avvikande mot vad som är långsiktigt motiverat över exempelvis en konjunkturcykel. Kassaflödeskalkylerna görs ofta så långa, i antal år, att de faktorer som är mest väsentliga för värdet skall hinna marknadsanpassas under kalkylperioden.

En viktig iakttagelse är att marknadshyran i de flesta fall antas vara reall oförändrad i framtiden vid justering av nivån på befintliga kontrakt som omregleras till marknadshyra i kassaflödesanalyser. Detta stämmer ej med den teoretiska modell som säger att hyran torde deprecieras reall över tiden för ett objekt som blir äldre och alltmer omodernt på marknaden. Endast i den utsträckning motsvarande reinvesteringar läggs in i kalkylen för att bevara skicket och attraktiviteten vid värderingstidpunkten torde detta antagande om hyran vara motiverat.

---

<sup>51</sup> WACC = Weighted Average Cost of Capital



### *Drift- och underhållsutbetalningar*

Större delen av respondenterna (fem av åtta) svarar att drift- och underhåll följer inflationens utveckling under kalkylperioden. Tre av åtta respondenter svarar att drift- och underhåll antas öka med någon procentenhet över antagen inflationsutveckling. Några respondenter anger att behov av hyresgästpassningar bedöms och läggs in i kalkylerna. Behoven bedöms med ledning av vad som framkommit vid besiktning samt hur hyreskontrakten löper ut.

Nivån på driftutbetalningar bedöms på olika sätt. Schablonsiffror, där likartade lokaltyper bedöms betinga likartade nivåer på driftutbetalningar, används i viss utsträckning. Flera respondenter försöker ta hänsyn till faktiska nivåer på driftutbetalningar men marknadsanpassar ändå vissa utbetalningsslag som till exempel administration och fastighetsskötsel och hänsyn tas ibland till vem som är den sannolike köparen.

När det gäller nivån på underhållsutbetalningar anger några av respondenterna att de inväger såväl iakttagelser från besiktningar som åtgärder och belopp i underhållsplaner. Några respondenter anger att nivåer på underhållsbetalningar bedöms efter statistiksiffror och/eller erfarenhetstal. En respondent anger tydligt att stambyten, balkongbyten och hissrenovering är periodiska underhållskostnader som inte höjer hyresnivån. En annan respondent framhåller att gränsdragningen mellan underhåll och investeringar många gånger är svår att göra. Några respondenter framhåller att hänsyn tas till underhållsplaner i den utsträckning dessa finns, men går inte närmare in på hur detta sker och hur avvägning göres mellan komponentbyten, som kan vara av investeringskaraktär, och underhållskostnader som ska belasta driftnettot. Inte heller resonerar någon av respondenterna utifrån att investeringsandelen av en utbetalning avseende underhåll/komponentbyten kan skilja mellan olika delmarknader med olika förutsättningar.

### *Direktavkastningskrav för restvärdebedömning samt kalkylräntor*

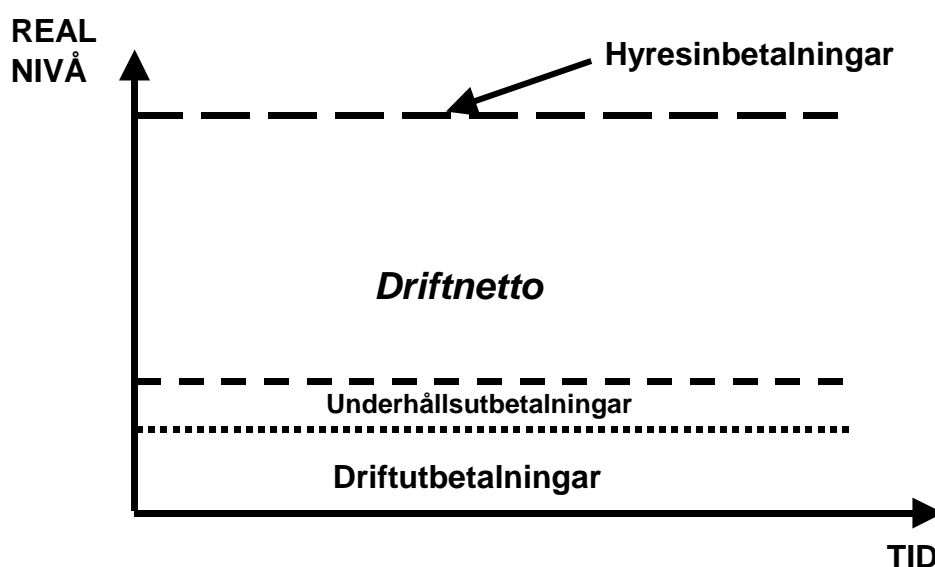
Samtliga respondenter anser att direktavkastningskravet för restvärdebedömning i normalfallet är detsamma som initial direktavkastning vid värdetidpunkten. En respondent resonerar dock om att det i vissa fall kan vara motiverat med ett annat direktavkastningskrav för restvärdebedömning bland annat på grund av att fastigheten är äldre vid prognostidens slut.

Kalkylräntekrav för nuvärdesberäkning av inbetalningsöverskott fastställs många gånger i princip som initialt direktavkastningskrav plus antagen inflation under prognosperioden (exempelvis initialt direktavkastningskrav 7 % + antagen inflation 2 % = kalkylränta 9 %).

## 8. ANALYS OCH SLUTSATSER

Nedanstående bild utgör en tolkning av svaren från flera av respondenterna när det gäller deras bedömningar av reala förlopp i kassaflödesanalyser som upprättas i samband med marknadsvärdering. De flesta respondenterna har svarat att man normalt antar att såväl hyra som drift- och underhåll följer inflationen i prognoser över kassaflöden vid marknadsvärdering. Denna figur bör jämföras med den teoretiska reala flödesmodellen under teoriavsnittet ovan (se avsnitt 3.2.2.2) med reallt sjunkande driftnetto över tiden för fastigheter som inte byggs om/förnyas.

Figur 8.1



I ovanstående figur visas hur svaren från flera av respondenterna tolkats i form av en real flödesmodell avseende antagen utveckling av marknadshyra, drift samt underhållsbetalningar vid tillämpning av kassaflödesmetoden.

Några av respondenterna har svarat att de bedömer att drift- och underhållsbetalningarna ska komma att öka någon procentenhet över inflationen (real ökning) men i stort sett alla respondenter är överens om att marknadshyresutvecklingen som är relevant för värderingsobjektet följer inflationens utveckling, vilket medför att ingen real hyresdepreciering sker trots att objektet åldras. I gengäld svarar flera av respondenterna att de justerar kalkylräntan för att ta hänsyn till inflation genom att de tar initialt direktavkastningskrav och lägger på bedömd inflation för att få fram kalkylräntekravet. De flesta respondenterna har svarat att man i normalfallet använder initialt direktavkastningskrav även vid restvärdebedömningen utom i speciella fall. Effekten blir då ungefär densamma som om man skulle dividera första årets driftnetto med ett direktavkastningskrav med korrektioner för avvikelser för exempelvis icke marknadsmässiga förhållanden avseende hyror och/eller drift- och underhållsutbetalningar vilket ofta sker genom en nuvärdesberäkning av skillnaderna under den tid dessa består. Med andra ord skulle man istället för en kassaflödesbeskrivning lika gärna kunna använda en direktavkastningsmetod med korrektioner för dessa nämnda avvikelser. Ur vissa aspekter skulle det enligt min uppfattning till och med vara bättre att undvika kassaflödesprognoser som inte följer

den teoretiskt korrekta livscykeleconomiska utvecklingen. Framtidsinriktade kassaflödesberäkningar skulle i vissa situationer kunna ge en felaktig bild av utvecklingen av de framtida kassaflödena från objekten vilket kan medföra en försvårande omständighet för bland annat investerare vid bedömning av ekonomin i objektet som värderats. Till detta kommer problematiken med att förutsäga framtida kassaflödesutveckling. Denna problematik som diskuteras av bl.a. Lind (2003) och Johansson (1997) borde leda till att en korrekt hantering av kassaflödesmetoden torde medföra ökad användning av bland annat känslighetsanalyser.

Kalkylräntekrav och direktavkastningskrav för restvärdebedömning synes i de flesta fall vara härledda ur de direktavkastningskrav som kan analyseras fram ur transaktioner på marknaden. Ur den empiriska intervjustudien kan man dock utläsa att konstruktionen av prognosförutsättningar i kassaflödesmodeller samt kalkylräntekraven i många fall inte stämmer överens med varken den teoretiska reala livscykeleconomiska betalningsflödesmodellen i avsnitt 3.2.2.2 ovan eller de grundläggande samband som finns mellan direktavkastningskrav och kalkylräntekrav som beskrevs i avsnitt 3.2.2.3 ovan. Den teoretiska livscykelmodellen visar på reallt sjunkande hyror samt reallt stigande underhållsbetalningar över livscykeln för ett objekt som inte förnyas. Om kassaflödeskalkylernas reala utveckling beaktade dessa förlopp skulle värdeminskningsskomponenten i direktavkastningskravet först tas bort innan kalkylräntan fastställdes eftersom denna utveckling ska framkomma i kassaflödets utveckling och således skulle bli dubbelt beaktad om inte kalkylräntan justerades för detta förhållande. Detta kan sannolikt i sin tur delvis förklara utseendet på de reala betalningsflödena som beskrevs ovan i detta avsnitt.

En annan slutsats man kan dra av ovanstående är att värderarna är mycket återhållsamma med att agera ”normativt” vid marknadsvärdebedömningar. Värderarna ”spekulerar” oftast inte i hur olika parametrar som leder fram till ett inbetalningsöverskott kan komma att utvecklas över tiden i de kassaflödesanalyser som upprättas i samband med marknadsvärdebedömningar av kontorshyresfastigheter.

Utformningen av kassaflödeskalkyler som ligger till grund för marknadsvärdebedömningar ger också vid första anblicken intrycket av att bebyggda hyresfastigheter är realvärdesäkra trots att ett sådant synsätt strider mot etablerad teori. Enligt min uppfattning, som också framgått ovan, handlar det dock istället om att kassaflödeskalkylen konstruerats på ett sådant sätt att värderaren i vissa fall undviker att ta ställning till okända parametrar i kassaflödesanalysen. Värderaren försöker därvid komma så nära som möjligt de resultat som skulle framkommit vid en värdering enligt ortsprismetod eller direktavkastningsmetod. Hänsyn till realvärdeminskning över tiden borde, enligt teorin, finnas i direktavkastningskraven på marknaden som i sin tur påverkar kalkylräntekrav för nuvärdesberäkning av inbetalningsöverskott samt direktavkastningskrav som används vid restvärdebedömning i kassaflödeskalkyler.

Ovanstående kan på ett intressant sätt också kopplas till en tidigare undersökning av värdeutlåtanden utförda av Ekelid & Lind (1997). Dessa kommenterar att ortsprismetoden och avkastningsmetoden gett likartade resultat i ett antal undersökta värdeutlåtanden. Enligt uppgifter beror detta på att värderaren tillämpat ett iterativt förfarande. I rapporten diskuteras också antaganden som är härledda från marknaden i använda avkastningsmetoder. Om antaganden är härledda från observerade priser på

marknaden så finns ingen möjlighet att från sådana observationer härleda enstaka parametrar i en avkastningsformel. Endast om man utgår från vissa värden på övriga parametrar kan man räkna fram antagandet på en viss parameter.<sup>52</sup>

När det gäller antaganden i värderingar som leder fram till driftnetton så som hyra, drift och underhåll finns vissa iakttagelser av vikt från teori och empiriavsnitten. En av dessa iakttagelser är att det är svårt att med god precision bedöma det marknadsmässiga driftnettot vid analys av marknadsmässiga direktavkastningskrav. Att använda schabloniserade drift- och underhållskostnadsnivåer som inte tar hänsyn till var i landet en fastighet är belägen riskerar att leda till felaktiga slutsatser av marknadsmässiga nivåer på direktavkastningen. Detta på grund av stora skillnader i nivån på kommunala taxor som diskuterades i avsnitt 4 ovan, men även skilda bedömningar av gränsdragning mellan underhållskostnader och investeringar mellan olika delmarknader i landet. På volatila marknader med kraftigare svängningar i marknadshyresnivåer torde det även medföra stora svårigheter att bedöma vilken den ”normala” marknadsmässiga hyresinbetalningsnivån är vid en viss given tidpunkt. Detta är viktigt därför att det marknadsmässiga direktavkastningskravet som härleds ur transaktioner på marknaden egentligen borde relateras till den normala hyresinbetalningsnivån i beståndet som omsatts på marknaden, inte sannolik nyteckningshyra vid värde-/värderingstidpunkten.

Ytterligare en slutsats man kan dra av den genomförda undersökningen är att det föreligger behov av förfinade resonemang kring olika variabler som ingår i de avkastningsmetoder som används i marknadsvärderingar av kommersiella fastigheter. Exempel på sådana frågor är:

- Hur sker bedömningen av de marknadsmässiga hyresinbetalningarna vid bedömningen av marknadsmässiga direktavkastningskrav genom analyser av ett ortsprismaterial?
- Hur motiveras en normal underhålls”kostnad” som ska belasta driftnettot vid värderingen utifrån exempelvis investeringsandel av komponentbyten som sker enligt en underhållsplan eller liknande.
- Hur motiveras en marknadsmässig kostnad avseende administration och fastighetsskötsel? Resonemanget borde vara förankrat i någon slags normal personaldimensionering och marknadsmässiga löner för utfört arbete som i sin tur borde belasta driftnettot. Hur resonerar aktörerna på marknaden i dessa frågor? Föreligger stora skillnader mellan små och stora fastighetsägare? Borde det föreligga skillnader mellan dessa? Borde inte den marknadsmässiga ersättningen för utfört arbete rent teoretiskt vara oberoende av vem som äger en fastighet? Att det sedan kan förekomma så kallade tröskeeffekter med små eller stora marginalkostnader som följd av att ta in ytterligare ett objekt i förvaltningen kommer man dock inte ifrån i realiteten.

Sådana förfinade resonemang skulle då kunna leda fram till snävare intervall i de direktavkastningskrav som bedöms med härledning från transaktioner på fastighetsmarknaden. Detta skulle i sin tur kunna bidra till snävare osäkerhetsintervall i marknadsvärdebedömningar av kontorshyresfastigheter.

---

<sup>52</sup> Ekelid & Lind, 1997

## KÄLLFÖRTECKNING

- Avgiftsgruppen, (2002), *Fastigheten Nils Holgerssons underbara resa genom Sverige – En avgiftsstudie för år 2002*, www.svefast.se
- Baum, A. et al, (2001), *The influence of valuers and valuations on the workings of the commercial property investment market*, The University of Reading & Nottingham Trent University.
- Baum, A. & McElhinney, A., (1997), *Trophy or tombstone? A decade of depreciation in the Central London office market*, Henderson Real Estate Strategy.
- Bejrums, H., et. al., (1992), ”Bostadshyreshusens långsiktiga ekonomi”, *Fastighetstidningen*, nr 14.
- Bejrums, H. & Lind, H., (2002), *Nya principer för avskrivning – En strategi för ”rätt” bokfört värde på offentliga fastigheter*, U.F.O.S. och Svenska Kommunförbundet, Stockholm.
- Bejrums, H., (1995), *Livscykeekonomiska kalkyler för byggnader och fastigheter*, Meddelande 5:33, Avdelningen för Bygg- och fastighetsekonomi, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm.
- Bejrums, H. & Söderberg, B., (1998), *Hyrer och fastighetspriser i Stockholm 1965-1995*. Meddelande 5:46. Avdelningen för Bygg- och fastighetsekonomi, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm.
- Björklund, K. & Nordlund, B., (2003), *Ekonomisk analys av fastigheter och fastighetsföretag; Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, Inst för värdering av fastigheter och Samfundet för fastighetsekonomi, Fastighetsnytt Förlags AB, Stockholm.
- Bokföringsnämndens allmänna råd, BFAR 2001:3 – Redovisning av Materiella anläggningstillgångar.
- Burton, J.H., (1982), *Evolution of the Income Approach*, American Institute of Real Estate Appraisers, Chicago Ill. USA.
- Darmer, P. & Freytag, P.V., red., (1995), *Företagsekonomisk undersökningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund.
- Ekelid, M. & Lind, H. (1997), *Värderingsutlåtanden för kommersiella fastigheter 1980-1995 - Utformning och innehåll*, Avdelningen för Bygg- & Fastighetsekonomi, KTH, Stockholm
- Fastighetstidningen, (2003), *Bilaga – Deklaration: Deklarationshandledning för Fastighetsägare*, nummer 3.
- Folke, A. & Nordlund, B., (1999), *Värderings- och redovisningsproblem i fastighetsföretag*, Karlstads Universitet, Karlstad.
- Hendershott, P.H. & MacGregor, B.D. (2003), *Property Investor Rationality: Evidence from UK – Capitalization rates*, NBER Working Paper, Journal of Economic Literature, No. G12
- Hutchinson, N. & Nanthakumaran, N. (2000), *The calculation of investment worth – Issues of market efficiency, variable estimation and risk analysis*, Journal of Property Investment & Finance, Vol 18, No 1.
- Johansson, A., (1997), *Metoder för långsiktig analys med inriktning mot fastigheter och fastighetsföretag*, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm.
- Leimdörfer Kapitalmarknad AB, (2003), *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen – Maj 2003*, Stockholm.
- Lind, H. (2003), *Value concepts, value information and cycles on real estate market*, Div. of Building and Real Estate Economics, Royal Institute of Technology, Stockholm
- Lindh, T. & Malmberg, B., (2000), *40-talisternas uttåg – en ESO rapport om 2000-*

- talets demografiska utmaningar*, [www.finans.regeringen.se](http://www.finans.regeringen.se)
- Lundström, S, Lindgren A. & Wiberg, A., (1987), *Privatägda hyresfastigheter – Ägarnas arbete i den egna förvaltningen*, Statens råd för byggnadsforskning, Stockholm.
- Nordlund, B.,(2003), *Bedömning av nedskrivningsbehov – Fastigheter i redovisningen*, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm.
- Nordlund, B. & Persson, E. (2003), *Redovisning av förvaltningsfastigheter till verkligt värde enligt IAS 40 – Fair value model: Diskussion kring precision i värdebedömningar och effekter av cykliska förlopp i fastighetsvärden ur ett redovisningsperspektiv*, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm.
- Norell, O., Ossmark, J. & Tegnander, H., (1995), *Inkomst av hyresfastighet – Tredje upplagan*, Fritzes Förlag AB, Stockholm.
- Olsson, I. (2003), *Redovisning och beskattning av fastigheter – Något om samband och skillnader*, Balans nr 3.
- Persson, E., (2003), - *Fastighetsvärdering; Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, Inst för värdering av fastigheter och Samfundet för fastighetsekonomi, Fastighetsnytt Förlags AB, Stockholm.
- Redovisningsrådets rekommendation RR 12 – Materiella anläggningstillgångar
- SABO, (2002), *Ekonomisk statistik år 2001*, SABO Stockholm
- SCB, (2001), *Intäkts- och kostnadsundersökningen för flerbostadshus år 2000 samt nybyggnadshyror i flerbostadshus år 2000*, [www.scb.se](http://www.scb.se)
- Shiller, R.J., (2001), *Bubbles, Human Judgement, and Expert Opinion*, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1303, Yale University.
- Schön, L.(1993), *40-årskriser, 20-årskriser och dagens ekonomiska politik*, Ekonomisk Debatt, årg 21, nr 1.
- Svenskt Fastighetsindex, (2000), *Värderingshandledning 4:e upplagan*, Stockholm
- Svenskt Fastighetsindex, (2001), *Värderingshandledning 5:e upplagan*, Stockholm
- Svenskt Fastighetsindex, (2003a), *Kvalitetsgranskning av värderingar för Svenskt Fastighetsindex 2002*, Stockholm
- Svenskt Fastighetsindex, (2003b), *Resultat år 2002*, Stockholm
- Sveriges Riksbank, (2003), *Finansiell stabilitet 2003:1*, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) 2003-12-02
- Söderberg, J. (2002), *Nyckelfaktorns roll i teorin om långa vågor*, [www ldc.lu.se/fpi/NYCKELFA.html](http://www ldc.lu.se/fpi/NYCKELFA.html), 2002-11-26

### **Rättsfall och lagar**

- RÅ 1970 ref 39 II  
RÅ 1977, ref. 85  
RÅ Ref 1984:1:98  
RÅ 2000 ref 26  
Årsredovisningslagen (1995:1554)

### **Årsredovisningar**

Heba, 2002 och 2001

### **Muntliga källor:**

- Lennart Fällström, CB Richard Ellis Stockholm  
Mats Högström, CB Richard Ellis Stockholm  
Jan Jansson, VISAM Gävle  
Jan Rosengren, DTZ Stockholm

Rolf Simon, Forum för Fastighetsekonomi Stockholm  
Gunnar Sköldeberg, Göteborgs Värderingsinstitut  
Holger Tengen, VISAM Malmö  
Bengt Wedin, Svefa Stockholm

Erik Persson, Docent i fastighetsekonomi, KTH Stockholm