

**Rapport framtagen på uppdrag av Finansinspektionen**

# **Fördjupad analys om fastighetsvärdering i extern redovisning**

2023-06-01

# Innehållsförteckning

Sammanfattning	4
1. Syfte - uppdraget	6
2. Hur projektet genomförts	8
2.1 Övergripande beskrivning av olika steg i utförandet av uppdraget	8
2.2 Avgränsning gällande vilka typer av fastigheter som omfattas av studien	9
3. De utvalda fastighetsbolagen - lite grundläggande information	11
4. Övergripande värderingspolicy och värderingsprocessen	13
4.1 Inledning	13
4.2 Regelverk och teori	13
4.3 Värderingspolicy för förvaltningsfastigheter i noterade fastighetsbolag	13
4.4 Värderingspolicy i urvalet av tio fastighetsbolag	18
4.5 Information från intervjuerna om värderingspolicy och process	21
4.6 Kommentarer och slutsatser	23
5. Värdebegrepp	25
5.1 Regelverk och teori	25
5.2 Andra ekonomiska värdebegrepp	31
5.3 Resultat från årsredovisningar	33
5.4 Information från intervjuerna	34
5.5 Kommentarer och slutsatser	35
6. Värderingsmetoder och var data hämtas	36
6.1 Teori och regelverk	36
6.2 Begreppet driftnetto	42
6.3 Från årsredovisningarna	46
6.4 Information från intervjuerna	52
6.5 Kommentarer och slutsatser	53
7. Iakttagelser från erhållna värdeutlåtanden	56
7.1 Inledning	56
7.2 Huvudutlåtanden för fastighetsvärderinguppdrag	56
7.3 Utlåtanden rörande enskilda fastigheter	57
7.4 Kommentar och slutsatser	57
8. Osäkerhet, "smoothing" och eftersläpningar i värderingar	59
8.1 Regelverk och teori	59
8.2 Några observationer från marknaden	61
8.3 Smoothing och eftersläpningar i värderingar	62
8.4 Från årsredovisningarna	63
8.5 Information från intervjuerna	65

8.6	<i>Kommentarer och slutsatser</i>	65
9.	Revisorerna och fastighetsvärderingar	67
9.1	<i>Regelverk och teori</i>	67
9.2	<i>Från revisionsberättelser i samband med årsredovisningar</i>	68
9.3	<i>Information från intervjuer</i>	69
9.4	<i>Kommentar och slutsatser</i>	69
10.	Fastighetsmarknaden och redovisade värdeförändringar i finansiella rapporter	70
10.1	<i>Några väsentliga noteringar från fastighetsmarknaden under senaste året</i>	70
10.2	<i>Lakttagelser från finansiella rapporter för fastighetsbolagen i studien</i>	72
10.3	<i>Kommentarer och slutsatser</i>	74
11.	Avslutande diskussion	75
11.1	<i>Värderingspolicy</i>	75
11.2	<i>Värdebegrepp</i>	75
11.3	<i>Värderingsmetoder</i>	76
11.4	<i>Lakttagelser från erhållna värderingsutlåtanden</i>	79
11.5	<i>Om osäkerhet och eftersläpningar i värderingar</i>	79
11.6	<i>Revisorer och fastighetsvärderingar</i>	79
11.7	<i>Redovisade värdeförändringar</i>	80
11.8	<i>Teorier om påverkan från beställaren och beteendekonomi</i>	81
11.9	<i>Avslutande kommentar</i>	82
	Källor, referenser	85
	Bilaga 1 - Nomenklaturlista	89
	Bilaga 2 – Intervjuguide	96
	Bilaga 3 – Struktur på huvudutlåtande för fastighetsvärderingsvärderingsuppdrag	100

## Sammanfattning

Det uppdrag från Finansinspektionen som redovisas i denna rapport har bestått i att analysera hur fastighetsvärderingar sker i fastighetsbolag som finns noterade på en reglerad marknadsplats (börs) i Sverige och som tillämpar internationell redovisningsstandard (IFRS). De tio studerade fastighetsbolagen är utvalda av uppdragsgivaren.

Rapporten bygger främst på dokumentstudier av primärt årsredovisningar från de utvalda fastighetsbolagen samt intervjuer med berörda företagsledningar. En frågemall har använts och fastighetsbolagen har granskat och godkänt anteckningar från intervjuerna. I de fall synpunkter framförts, från respondenterna, på intervjusammanställningar som skickats till dem så har hänsyn tagits till sådana synpunkter vid sammanställning av intervjuresultaten som rapporteras. Bredare material som inkluderar fler fastighetsbolag har använts på vissa punkter för att ge en mer allmän översiktsbild av exempelvis tillämpade värderingsprocesser i fastighetsbolagen.

Resultatet och våra bedömningar kan sammanfattas i följande punkter:

- Vanligast förekommande är en kombination av extern och intern värdering i fastighetsbolagen, där de externa värderingarna antingen läggs till grund för rapporterat verkligt värde eller endast nyttjas som stöd för de interna värderingarna. Anlitandet av extern expertis för fastighetsvärdering har ökat de senaste åren, men det är fortfarande de interna värderingarna som dominerar när det gäller fastighetsvärdering för bokslut.
- Enligt regelverket ska fastigheter i årsredovisningen tas upp till verkligt värde. De värderingar som görs handlar dock om marknadsvärde, åtminstone är detta tydligt när det gäller de fall där det finns inslag av externa värderingar. Dessa värdebegrepp borde dock sammanfalla i allt väsentligt i normalfallet. Fastighetsbolagen behöver dock mer systematiskt diskutera hur de ser på relationen mellan entry-price och exit-price.
- Fastigheter uppges värderas antingen med kassaflödesmetod eller direktavkastningsmetod. Båda metoderna bygger dock i grunden på en analys av marknaden och information som i första hand kan inhämtas med bas i transaktionsmarknaden för fastigheter (ortsprismetod). I ett läge där det är få transaktioner på marknaden, och där informationen om genomförda transaktioner är begränsad och osäker, används i högre grad kvalitativ information om hur aktörer på marknaden tänker och fastighetsbolagens egna bedömningar av läget på marknaden.
- Det behövs en bättre redovisning av vad värderingarna bygger på, hur osäkra de är och varför viss typ av information - t ex fastighetsbolagens utveckling, i form av aktiepriser, på börsen - inte används.
- Vid intervjuerna framkom inga tydliga resonemang kring hur s.k. bid-ask-spread såg ut i transaktioner som inte blivit av eller i hypotetiska transaktioner som skulle kunna ske till marknadsmässiga villkor. För bedömning av verkliga värden är det särskilt viktigt att ha en uppfattning om hur detta ser ut på den typ av fastighetsmarknad som föreligger när denna rapport tas fram. Av särskild vikt vid sådana bedömningar borde vara att bedöma vad

potentiella köpare är villiga eller kapabla att bjuda på fastigheter i en transaktion till marknadsmässiga villkor vid värdetidpunkten.

- En synpunkt som framkommit i samband med intervjuerna, och som vi instämmer i, var att börserna eller Finansinspektionen skulle behöva ta fram riktlinjer eller rekommendationer om vilken information som ska framgå i pressreleaser som sker kring fastighetstransaktioner. Detta för att få mer enhetlighet och därigenom öka transparensen på marknaden, särskilt när många transaktioner sker genom bolagsförvärv. Även hur driftnetton ska definieras och mätas kan behöva styras upp mer. Information från transaktionsmarknaden för fastigheter är central vid fastighetsvärdering.
- En av de viktiga iakttagelser som gjordes med koppling till erhållna värdeutlåtanden från externa värderare var att inget av dessa tog upp hänvisningar till IFRS 13 och begreppet verkligt värde.
- Fastighetsvärderingar är behäftade med osäkerhet och storleken på denna borde variera med vilken typ av värderingsobjekt som värderingen avser, men i finansiella rapporter anges denna osäkerhet ofta mera schablonmässigt. En vanlig upplysning i detta avseende är +/- 5-10 procent.
- Det är vår bedömning att revisorer möter svårigheter när det gäller att inhämta revisionsbevis och helt objektivt granska värderingarna i fastighetsbolagen. Detta är framförallt tydligt när det gäller fastigheter som i allt väsentligt värderas med icke observerbara inputs (nivå 3) med hänvisning till verkligt värde-hierarkin i IFRS 13. Revisionen handlar i stor utsträckning om rimlighetsbedömningar och granskning av processen för värdering av fastigheterna. På grund av det nyss nämnda är det svårt att i samband med revisionen upptäcka om det skulle förekomma s.k. management bias som påverkat värderingarna.
- Vid tidigare nedgångar på fastighetsmarknaden har det varit ett tydligt mönster där börskurserna för fastighetsbolagen sjunkit tidigare och de implicita fastighetsvärdena som kan analyseras fram från börskurser har sjunkit mer än de redovisade fastighetsvärdena i fastighetsbolagen. Samma mönster kan iaktas idag och en delförklaring verkar vara att värderarna ställer höga krav på evidens för att värdera ner en fastighet. Det kan också noteras i detta sammanhang att det också historiskt har förekommit perioder då sådana nyss nämnda implicita fastighetsvärden varit högre i vissa perioder än de fastighetsvärden som redovisats i fastighetsbolagen.
- Vikten ur ett investerarperspektiv av transparens på fastighetsmarknaden är ett återkommande tema när frågor kommer upp om fastighetsvärdering, kreditbedömningar och finansiell stabilitet.

## 1. Syfte - uppdraget

BREC-Bo Nordlund Real Estate Consulting AB (BREC) erhöill uppdraget från Finansinspektionen att genomföra det uppdrag som behandlas i denna rapport. De som ingått i gruppen som arbetat med denna rapport är Bo Nordlund (Tekn dr, BREC), Christina Gustafsson (tekn lic, tidigare VD på Svenskt Fastighetsindex/IPD Norden och Executive Director MSCI) och Hans Lind (professor i fastighetsekonomi, tidigare verksam vid Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm).

Uppdraget består i att analysera hur fastighetsvärderingar sker i fastighetsbolag som finns noterade på en reglerad marknadsplats (börs) i Sverige och som tillämpar internationell redovisningsstandard (IFRS). Fastighetsbolagen är utvalda av uppdragsgivaren.

Syftet med uppdraget är att ge en fördjupad deskriptiv bild av hur värdebedömningarna avseende fastigheter går till i de noterade fastighetsbolagen och hur de förhåller sig till etablerade värderingsmetoder och frågor/problem som tagits upp i forskningen kring fastighetsvärderingsmetoder samt metodernas för- och nackdelar. Därutöver ska analysen även ge en bild av huruvida det finns risker att de rapporterade värdena kan vara påverkade i någon riktning utifrån det rapporterandefastighetsbolagets perspektiv. Det ingår dock inte i uppdraget att kvantifiera till belopp eller liknande i de fall det skulle framkomma att sådan påverkan skulle kunna förekomma eller inte kunnat uteslutas.

Rapporten är, efter detta inledande kapitel, indelad i följande kapitel:

- Kapitel 2 ger en övergripande beskrivning av hur uppdraget har genomförts
- I kapitel 3 sker en övergripande beskrivning av fastighetsbolagen som ingår i analysen
- Kapitel 4 tar upp frågor kopplade till värderingspolicyer och värderingsprocesser och detta sker först övergripande för noterade fastighetsbolag och sedan för de fastighetsbolag som valts ut för denna studie.
- I kapitel 5 sker en genomgång av olika typer av ekonomiska värdebegrepp
- I kapitel 6 sker en genomgång av olika värderingsmetoder som aktualiseras vid fastighetsvärdering.
- I kapitel 7 sammanfattas olika iakttagelser från värdeutlåtanden som vi har fått tillgång till från fastighetsbolagen i samband med denna studie.
- I kapitel 8 tas frågor upp om osäkerhet vid värdering och så kallad *smoothing* samt eftersläpningar kopplat till fastighetsvärderingar.
- Kapitel 9 tar upp frågor kopplade till revision av verkliga värden i fastighetsbolagen
- Kapitel 10 innehåller en sammanställning över vilka värdeförändringar som redovisats för fastigheter i de studerade fastighetsbolagen under 2022 men även under början av 2023.
- Slutligen, i kapitel 11 finns en avslutande diskussion kring frågor som tagits upp tidigare i olika kapitel i rapporten.

I kapitel 4-6 och 8-9 finns ett inledande avsnitt om teori och regelverk. I kapitlen redovisas därefter vad som framkommit i de studerade årsredovisningar och vad som ytterligare framkommit i de genomförda intervjuerna.

Rapporten avslutas med källförteckning/referenser, en nomenklaturlista som förklarar olika begrepp som är relevanta i denna rapport samt bilagor som visar intervjuguiden vilken användes vid intervjuerna och slutligen struktur på huvudutlåtanden vid fastighetsvärdering som vi fått ta del av vid genomförandet av detta uppdrag.

## 2. Hur projektet genomförts

### 2.1 Övergripande beskrivning av olika steg i utförandet av uppdraget

Uppdraget har genomförts i olika steg:

Steg 1 – dokumentstudier som i första hand skett utifrån för studien utvalda tio noterade fastighetsbolags årsredovisningar per 2022-12-31.

Steg 2 – Intervjuer med företrädare för ett urval av tio fastighetsbolag som ingår i den grupp som avses i steg 1 ovan.

Finansinspektionen har, som nämndes i inledningen, gjort urvalet av vilka fastighetsbolag som omfattas i steg (1) och (2).

Steg 3 - Analys av urval av externa värderingar som legat till grund för de redovisade värdena.

#### Steg 1

Dokumentstudierna syftar till att kartlägga, beskriva och analysera hur värdebegrepp och värderingsmetoder samt värderingsprocesser beskrivs i de finansiella rapporterna i fastighetsbolagen. Med finansiella rapporter avses här de reglerade delarna av dessa rapporter som förvaltningsberättelse, resultat- och balansräkningar, upplysningar och noter till dessa rapporter m.m. Kartläggningen ska också omfatta andra delar som presenteras i samband med finansiella rapporter och som ofta kallas "framvagn".

#### Steg 2

Intervjuerna sker med ledande företrädare som fastighetsbolagen utser. Intervjustudierna syftar till att få en mer fördjupad förståelse för hur värdebegrepp (verkligt värde enligt IFRS 13) tolkas, vilka metoder som tillämpas vid värdebedömningarna samt hur det säkerställs att tillämpade metoder och tillvägagångssätt är lämpliga utifrån det sökta värdebegreppet, som sedan rapporteras i de finansiella rapporterna. Intervjuerna syftar även till att ge en fördjupad insikt i hur värderingsprocesserna ser ut i fastighetsbolagen. Exempel på frågor som har med värderingsprocessen att göra kan vara:

- Anlitas endast externa värderare, eller enbart interna värderare? Eller sker en kombination av extern och intern värdering?
- Hur ser informationsflödesprocessen ut från värdering till olika befattningar i fastighetsbolagen som CFO och VD och hur ser rapporteringen ut till styrelsen i fastighetsbolaget?



I bilaga 2 finns den intervjuguide som använts vid intervjuerna av urvalet av fastighetsbolag. Ledningen för samtliga tio utvalda fastighetsbolag har villigt ställt upp och intervjuerna har därmed genomförts helt enligt plan.

### Steg 3

I samband med intervjuerna har förfrågan skett om möjlighet att få ta del av även kompletterande dokument med kopplingen till fastighetsvärderingen. Sådana dokument kan vara externa värderingsrapporter/-utlåtanden eller interna dito. I uppdraget har också ingått att översiktligt analysera dessa värderingsutlåtande i relation till övergripande teorier om olika värderingsmetoder. I hälften av fallen har vi efter genomförd intervju fått ta del av sådana handlingar.

## 2.2 Avgränsning gällande vilka typer av fastigheter som omfattas av studien

Den undersökning som skett och avrapporteras i detta uppdrag omfattar främst värderingen av så kallade förvaltningsfastigheter. Vad som närmare avses med denna typ av fastigheter och hur denna typ av fastigheter redovisningsmässigt avgränsas mot andra typer av fastigheter framgår nedan:

Förvaltningsfastigheter är fastigheter (mark eller en byggnad – eller del av en byggnad – eller båda) som innehas (av ägaren eller av en leasetagare om leasingavtalet klassificerats som ett finansiellt leasingavtal) i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa (IAS 40 p 5).

Rörelsefastigheter är fastigheter som innehas (av ägaren, eller av en leasetagare om leasingavtalet klassificerats som ett finansiellt leasingavtal) för produktion och tillhandahållande av varor eller tjänster, lagring eller för administrativa ändamål. (IAS 40 p 5)

Följande är exempel på förvaltningsfastigheter (IAS 40 p 8):

- Mark som innehas snarare för att ge en långsiktig värdestegring än för en snar försäljning i den löpande verksamheten.
- Mark som innehas för en för tillfället obestämd användning. (Om företaget inte har bestämt att det ska utnyttja marken för den egna verksamheten eller för en snar försäljning i den löpande verksamheten, anses marken innehas för att ge en långsiktig värdestegring).
- Byggnad som ägs av enheten (eller en nyttjanderättstillgång som hänför sig till en byggnad som innehas av enheten) och som hyrs ut enligt ett eller flera operativa hyresavtal.
- Outhyrda byggnader som innehas för att hyras ut enligt ett eller flera operationella leasingavtal.

- Fastigheter som bebyggs eller exploateras för framtida användning som förvaltningsfastigheter.

Följande är exempel på fastigheter som inte är förvaltningsfastigheter och som därför inte omfattas av denna standard (IAS 40 p 9):

- Fastigheter som innehas för försäljning i den löpande verksamheten eller som är under byggnation eller exploatering för att säljas på det sättet (se IAS 2, Varulager), exempelvis fastigheter som köpts in uteslutande för att säljas inom en snar framtid, eller för att exploateras och säljas vidare.
- Rörelsefastigheter (se IAS 16), däribland fastigheter som är avsedda att utnyttjas av ägaren i framtiden, fastigheter som används av de anställda (oavsett om de betalar marknadshyror eller ej) och rörelsefastigheter som ägaren beslutat att avhända sig.
- Fastigheter som hyrs ut till annat företag och där hyresförhållandet bedöms vara ett finansiellt leasingavtal.

Ett tungt vägande skäl till ovanstående avgränsning till förvaltningsfastigheter är att fastighetstillgångar i renodlade fastighetsbolag i allt väsentligt utgör förvaltningsfastigheter. Andra typer av fastigheter redovisas enligt andra värderingsregler och de utgör en marginell del av totala värdet på redovisade fastighetstillgångar i det studerade urvalet av fastighetsbolag. I den mån som metoder för värdering av andra typer av fastigheter finns redovisade så beskrivs de kortfattat i avsnitt om värderingsmetoder, men dessa metoder kommenteras inte vidare.

#### *Beträffande tomträtter*

Redovisningspraxis ändrades i och med införandet av IFRS 16 Leasing. I fastighetsbolagen har detta lett fram till att nuvärdet av framtida tomträttsavgälder kapitaliseras och tas upp som tillgång och skuld. Om ett tomträttsinnehav motsvarar definitionen av en förvaltningsfastighet så utgör innehavet en sådan fastighet. Fastighetsbolagen redovisar dock detta olika. I vissa fastighetsbolag ingår nyttjanderättstillgången tomträtt i raden "Förvaltningsfastigheter" i balansräkningen men de flesta redovisar detta som en egen tillgångspost på egen rad för nyttjanderätter i balansräkningen.

### 3. De utvalda fastighetsbolagen - lite grundläggande information

De tio fastighetsbolag som Finansinspektionen valde ut för att ingå i studien presenteras kortfattat och övergripande i tabell 3.1 och 3.2. Där framgår vilket kortnamn som vi använder i rapporten för fastighetsbolagen som ingår i studien. Samtliga tio fastighetsbolag i studien är listade på Nasdaq Stockholmsbörsens huvudlista och utgör där stora respektive medelstora fastighetsbolag. Fyra av fastighetsbolagen har fastigheter utomlands och blir därmed också utsatta för effekter av valutaomräkningar vid bokslut. Hälften av fastighetsbolagen i urvalet har inriktning mot kommersiella lokaler som kontor, butiker och lager. Den andra hälften fokuserar i hög grad på bostäder och/eller samhällsfastigheter.

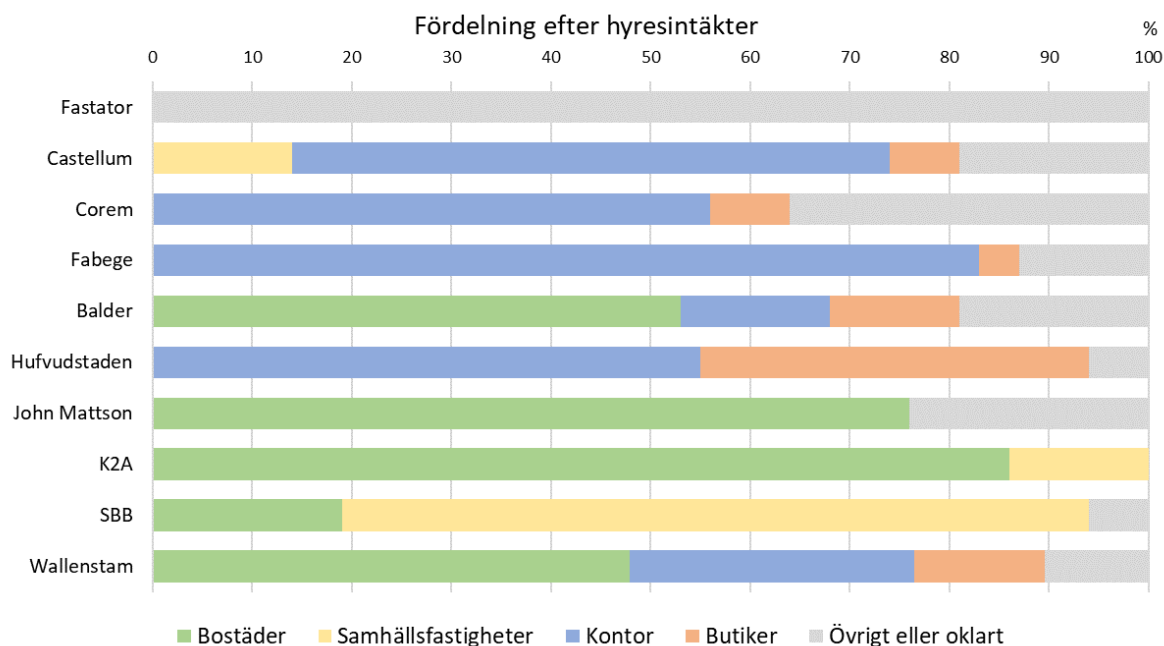
<b>Fastighetsbolag</b>	<b>Kortnamn som används i denna rapport</b>	<b>Fokus</b>
Aktiebolaget Fastator	Fastator	Investmentbolag som investerar i fastighetsrelaterade bolag som äger lokaler i mindre orter i Sverige.
Castellum AB	Castellum	Lokaler i storstäder och regionstäder i Sverige samt i Danmark och Finland
Corem Property Group AB	Corem	Lokaler i storstäder och regionstäder i Sverige samt i Danmark och USA. Bostadsutveckling i delägt bolag Klöver
Fabege AB	Fabege	Kommersiella fastigheter med fokus på kontorslokaler i Stockholmsområdet och bostadsutveckling m.m. i helägt Birger Bostad
Fastighets AB Balder	Balder	Bostäder och lokaler i främst Norden
Hufvudstaden AB	Hufvudstaden	Kontor och butiker i centrala lägen i Stockholm och Göteborg
John Mattson Fastighetsföretagen AB	John Mattson	Bostäder i Storstockholm
K2A Knaust & Andersson Fastigheter AB	K2A	Bostäder och studentbostäder i Sverige
Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB	SBB	Samhällsfastigheter och bostäder i Norden, både i storstäder och mindre kommuner
Wallenstam AB	Wallenstam	Bostäder och lokaler i Göteborgs- och Stockholmsområdet

Tabell 3.1. Urvalet av tio fastighetsbolag i studien, kortnamn som används i rapporten för dessa och fastighetsbolagens verksamhetsfokus. Källa: Årsredovisningar 2022.

Fastighetsbolag	Lista på Nasdaq Stockholm	Verkligt värde förvaltningsfastigheter, miljoner kr	Varav i Sverige, %	Area, tusen kvm	Varav bostäder, %	Belåningsgrad, %
Fastator	Mid cap	1 704	100	i.u.	i.u.	i.u.
Castellum	Large cap	153 563	91	5 696	0	42/50
Corem	Large cap	78 387	81	3 195	0	57/45
Fabege	Large cap	86 348	100	1 290	1	38
Balder	Large cap	213 932	45	5 837	50	48
Hufvudstaden	Large cap	49 547	100	387	0	19
John Mattson	Mid cap	15 695	100	359	83	57
K2A	Mid cap	10 150	100	187	83	65
SBB	Large cap	135 616	75	4 627	30	49
Wallenstam	Large cap	62 593	100	1 356	49	45

Tabell 3.2. Urvalet av tio fastighetsbolag i studien med lista på Nasdaq Stockholm, verkligt värde, andel av fastigheternas värde belägna inom Sverige, byggnadsarea, andel bostäder och rapporterad belåningsgrad i slutet av år 2022. (Fastator anger soliditet 38,5% men ingen uppgift om belåningsgrad, Castellum och Corem anger två belåningsgrader, för bolaget resp för fastigheterna). Källa: Årsredovisningar 2022.

Fördelningen av hyresintäkter på bostäder och lokaler av olika slag för de tio fastighetsbolagen framgår av figur 3.1.



Figur 3.1. Fördelning av hyresintäkter efter användning per december 2022. För Fastator saknas samlad information om fastighetsbeståndet som ingår i koncernen. Källa: Årsredovisningar 2022.

## 4. Övergripande värderingspolicy och värderingsprocessen

### 4.1 Inledning

I detta kapitel tar vi upp frågor kopplade till hur fastighetsbolagen valt att utföra värderingar av sina fastigheter. Vissa fastighetsbolag väljer att värdera sina fastigheter internt och andra att få fastigheterna värderade av externa värderare. Vanligt är också att det förekommer kombinationer av intern och extern värdering. Värderingspolicy i respektive fastighetsbolag beskriver i regel hur värderingsprocessen ser ut.

### 4.2 Regelverk och teori

IAS 40 p 32 anger att företag uppmuntras att, men inte måste, basera förvaltningsfastigheternas verkliga värde på värderingar av oberoende värderare med erkända och relevanta kvalifikationer och med aktuella kunskaper i värdering av fastigheter av den typ och med det läge som är aktuellt.

European Public Real Estate Association (EPRA) som är en branschförening i Europa för noterade fastighetsbolag ger ut rekommendationer som publicerats i Best Practices Recommendations Guidelines (2022). Där rekommenderas att externa värderingar görs åtminstone årligen av hela fastighetsportföljen. Det sägs också att det bör framgå av rapporteringen vilket värderingsföretag som anlitas samt att värderingar ska utföras i enlighet med International Valuation Standards (IVS).

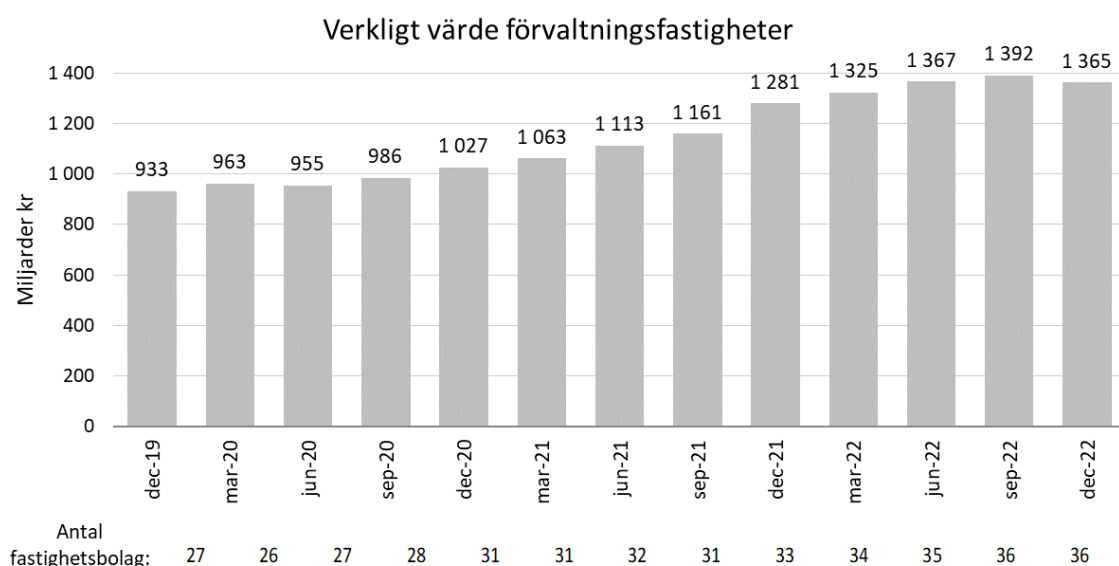
Global Investment Performance Standards (GIPS), som även inkluderar fastigheter sedan 2005, ges ut av CFA Institute - Chartered Financial Analyst (CFA). Där ställs krav på externa oberoende värderingar av fastigheterna årligen, men uppdatering krävs av marknadsvärdet kvartalsvis, vilket kan utföras internt eller externt, se CFA Institute (2020). GIPS tillämpas av sk. investment managers/asset managers.

### 4.3 Värderingspolicy för förvaltningsfastigheter i noterade fastighetsbolag

Redovisningen i detta avsnitt avser samtliga fastighetsbolag på huvudlistan och är inte begränsad till urvalet av tio fastighetsbolag i studien. En särskild redovisning av enbart dessa fastighetsbolag finns i nästa avsnitt. I slutet av år 2022 finns det 36 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsens huvudlista med ett totalt innehav av förvaltningsfastigheter till ett verkligt värde på 1 365 miljarder kr. Då ingår inte t.ex. börsnoterade bostadsutvecklare, vilka

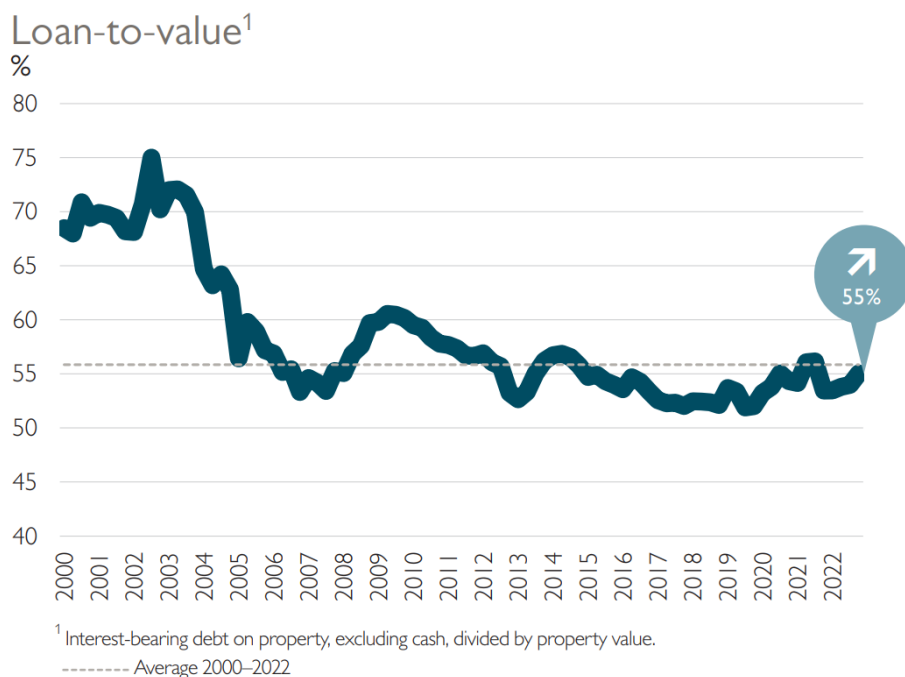
i andra sammanhang kan räknas till fastighetssektorn. Därutöver finns det cirka 35 fastighetsbolag noterade på alternativa listor.

I figur 4.1 nedan redovisas antalet fastighetsbolag och deras sammanlagda verkliga värde kvartalsvis för perioden 2019 till 2022. Fastighetsbolagen rapporterar verkligt värde och värdeförändring på sina förvaltningsfastigheter i finansiella rapporter baserat på kvartalsvis bedömda marknadsvärden.



Figur 4.1 Antal noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsens huvudlista och verkligt värde på deras förvaltningsfastigheter för perioden dec 2019 – dec 2022. Exkluderar JV och intressebolag. Antalet inkluderar avnoterade fastighetsbolag som Hemfosa, Kungsleden och Klöver, men dessa har inte dubbelräknats vad avser verkligt värde. Källa: Egen bearbetning av finansiella rapporter.

Som komplement till redovisningen ovan över värdet på fastighetsbolagen redovisas i figur 4.2 från Catella CREDI en bild över hur belåningsgraderna har förändrats för fastighetsbolagen som är noterade på Stockholmsbörsens huvudlista. Vid slutet av år 2022 var belåningsgraden i genomsnitt 55 procent, vilket är nära medelvärdet sedan 2000, men avsevärt lägre än den första fyraårsperioden då belåningsgraden var så hög som ca 70 procent.

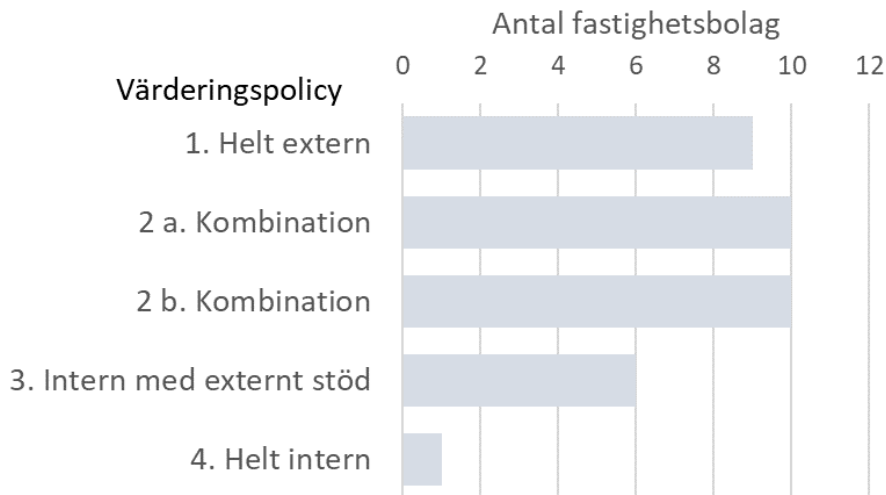


Figur 4.2 Belåningsgrad för fastighetsbolag på Stockholmsbörsens huvudlista. Medeltal beräknat med lika vikt per fastighetsbolag. Källa: Catella Credi (2023).

Följande fyra värderingspolicier har identifierats utifrån finansiella rapporter avseende år 2022 för de noterade fastighetsbolagen på börsens huvudlista.

1. Helt extern – extern värdering sker av alla fastigheter varje kvartal.
2. Kombination – extern och intern värdering:
  - a. Extern värdering av alla fastigheter sker vid något bokslutstillfälle (företrädesvis årsbokslut) och intern värdering vid övriga bokslut.
  - b. Extern värdering av ett urval av fastigheter, i regel rullande över kvartalen så att alla fastigheter blir externvärderade någon gång under året, medan övriga fastigheter värderas internt.
3. Intern värdering av alla fastigheter varje kvartal och extern värdering av ett urval av fastigheter som stöd. Det internt framtagna värdet läggs till grund för verkligt värde.
4. Intern värdering.

För värderingspolicier 1 och 2 används de externa värderingarna som utgångspunkt för verkligt värde medan vid 3 och 4 utgör det internt framtagna värdet grunden för rapporterat verkligt värde. Antalet fastighetsbolag som tillämpar olika värderingspolicier med varierande grad av extern medverkan vid värdering visas i figur 4.3. Vanligast är en kombination av externa och interna värderingar. Endast ett av fastighetsbolagen gör sina värderingar helt internt.



Figur 4.3. Värderingspolicy under 2022 bland noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsens huvudlista. Förklaring till de olika värderingspolicyer ges i texten ovan. Källa: Egen bearbetning av finansiella rapporter.

Exempel på vilka fastighetsbolag från börsens huvudlista för 17 stora fastighetsbolag (large cap) som tillämpar de olika värderingspolicyerna är följande:

1. Helt extern – Diös, Nyfosa, SBB och Sagax
2. Kombination extern och intern
  - a. Extern vid något bokslut - Fastpartner, NP3 och Wihlborgs
  - b. Rullande externt över kvartalen - Atrium Ljungberg, Corem och Fabege
3. Intern med externt stöd – Balder, Castellum, Catena, Hufvudstaden, Pandox och Platzer
4. Helt intern – Wallenstam

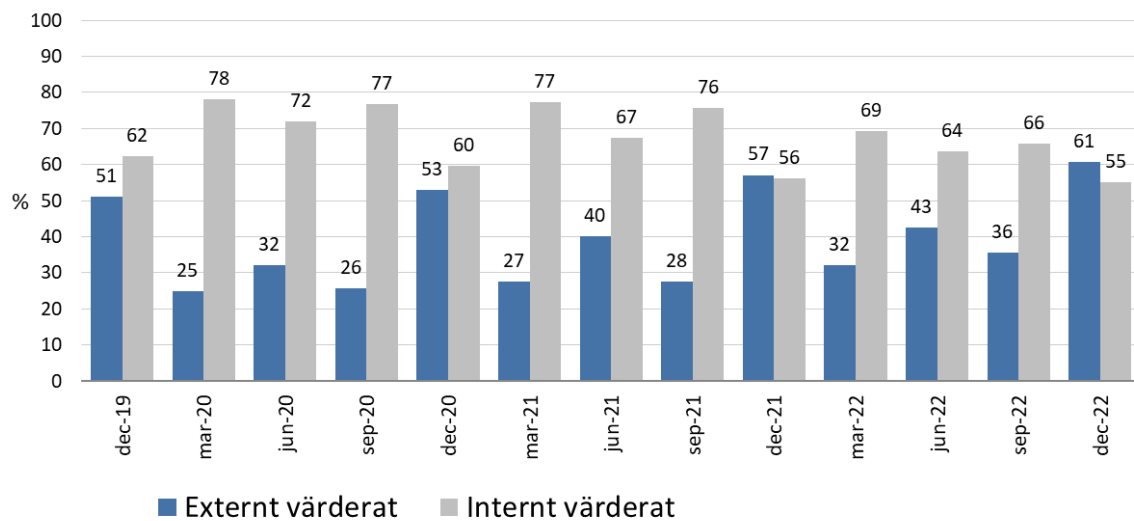
Hur stor andel av förvaltningsfastigheternas verkliga värde som värderats externt respektive internt under de tre senaste åren framgår av figur 4.4. Per december 2022 värderades 61 procent externt och 55 procent internt. Det innebär att 16 procent värderades dubbelt, vilket görs av de fastighetsbolag som tillämpar värderingspolicy enligt modell 3 ovan, dvs intern värdering med externt stöd. Hur stor andel som värderas dubbelt över tid framgår tydligare i figur 4.5.

Andelen av fastighetsbeståndet som värderas externt är högre vid årsbokslut än under de tre första kvartalen för respektive år, se figur 4.4. Andelen externa värderingar är som allra lägst i första kvartalet, ökar i andra kvartalet och faller åter i tredje kvartalet.

Den externt värderade andelen av fastighetsbeståndet vid årsbokslut har stigit från 51 procent i slutet av 2019 till 61 procent i slutet av år 2022. Samtidigt har dock antalet börsbolag ökat från 27 till 36 under den studerade perioden enligt figur 4.1.



### Fastighetsvärdering som underlag för finansiell rapportering

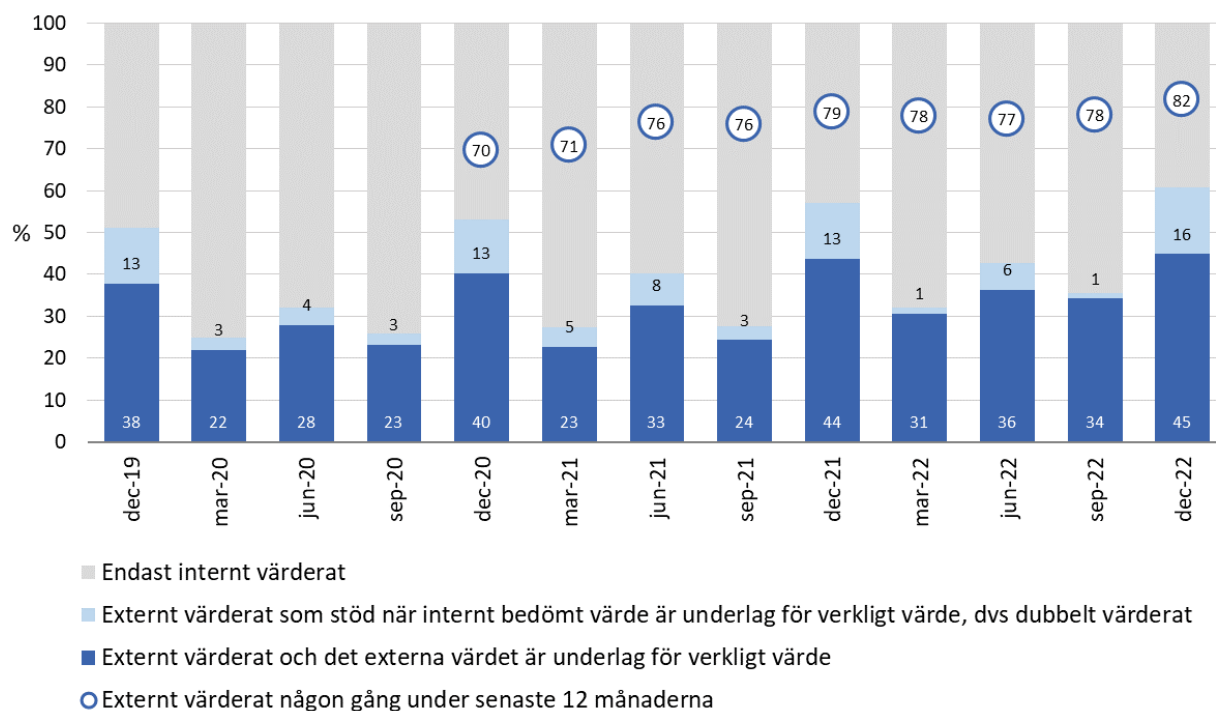


Figur 4.4. Andel av beståndet av förvaltningsfastigheter i noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsens huvudlista som värderats externt respektive internt under perioden dec 2019 – dec 2022. Beräknat som ett med värdet vägt medeltal. Exkluderar JV och intressebolag. Inkluderar avnoterade fastighetsbolag. Källa: Egen bearbetning av finansiella rapporter.

I figur 4.5 har uppdelning gjorts på externa värderingar som utgör grund för verkligt värde och sådana externa värderingar som endast tas fram som stöd för interna värderingar, dvs i de fall de internt framtagna värdena enligt värderingspolicy 3 utgör grunden för verkligt värde. Det innebär att dubbla värderingar görs, både extern och intern värdering för ett urval av fastigheter, vilket framför allt sker vid årsboksluten.

Det framgår också av figur 4.5 att 82 procent av fastigheterna (baserat på verkligt värde) någon gång under kalenderåret 2022 blivit föremål för extern värdering. Även denna siffra har stigit under perioden då den var 70 procent för kalenderåret 2020.

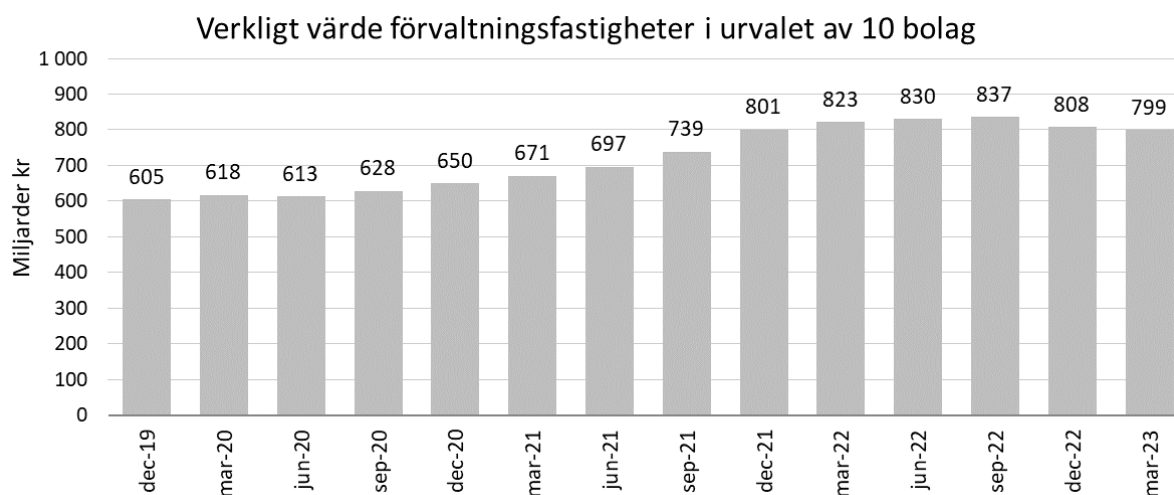
## Extern fastighetsvärdering som underlag för finansiell rapportering



Figur 4.5. Andel av förvaltningsfastigheter i noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsens huvudlista som värderats externt under perioden dec 2019 – dec 2022. Beräknat som ett med värdet vägt medeltal. Exkluderar JV och intressebolag. Inkluderar avnoterade fastighetsbolag. Källa: Egen bearbetning av finansiella rapporter.

### 4.4 Värderingspolicy i urvalet av tio fastighetsbolag

Redovisningen i detta avsnitt avser urvalet av tio fastighetsbolag och har baserats på fastighetsbolagens årsredovisningar och delårsrapporter 2019 till Q1 2023. De tio fastighetsbolagen har ett samlat verkligt värde för sina förvaltningsfastigheter på 799 miljarder kr i slutet på mars 2023, se figur 4.6.



Figur 4.6. Verkligt värde på förvaltningsfastigheter i urvalet av fastighetsbolag för perioden dec 2019 – mars 2023. Exkluderar JV och intressebolag. Källa: Egen bearbetning av finansiella rapporter.

Fastighetsbolagen har följande värderingspolicy om man ser till finansiella rapporter avseende 2022 och 2023:

1. Helt extern – Fastator och SBB
2. Kombination extern och intern
  - a. Extern vid något bokslut – K2A<sup>1</sup>
  - b. Rullande externt över kvartalen – Corem, Fabege och John Mattson
3. Intern med externt stöd – Balder, Castellum och Hufvudstaden
4. Helt intern – Wallenstam<sup>2</sup>

Vid årsbokslutet 2022 har tre av fastighetsbolagen värderat portföljen helt externt, nämligen Fastator, SBB och K2A, se figur 4.7. Corem, Fabege och John Mattson har låtit värdera en del av portföljen externt och resterande fastigheter internt. De externt värderade fastigheterna utgör där underlag för verkligt värde, medan för de resterande fastigheterna är det verkliga värdet baserat på en intern värdering. Principen för dessa fastighetsbolag är att alla fastigheter i beståndet ska bli föremål för extern värdering någon gång under året. Även Balder, Castellum och Hufvudstaden har värderat delar av portföljen externt, men där är det den interna värderingen, vilken då omfattar samtliga fastigheter i portföljerna, som sedan lagts till grund för verkligt värde. Fastighetsbolagen konstaterar att skillnaden mellan internt och externt åsatt värde i de flesta fall är marginell, i vart fall när det gäller ett större bestånd av fastigheter.

<sup>1</sup> K2A gör fullständig extern värdering två gånger per år i Q2 och Q4, men i Q1 och Q3 görs en mer översiktlig extern värdering där utvecklingen på marknaden beaktas liksom större förändringar i fastigheterna.

<sup>2</sup> Wallenstam har i årsbokslutet 2022 värderat fastigheterna internt förutom projektportföljen, som utgör en mycket liten del av förvaltningsfastigheterna.



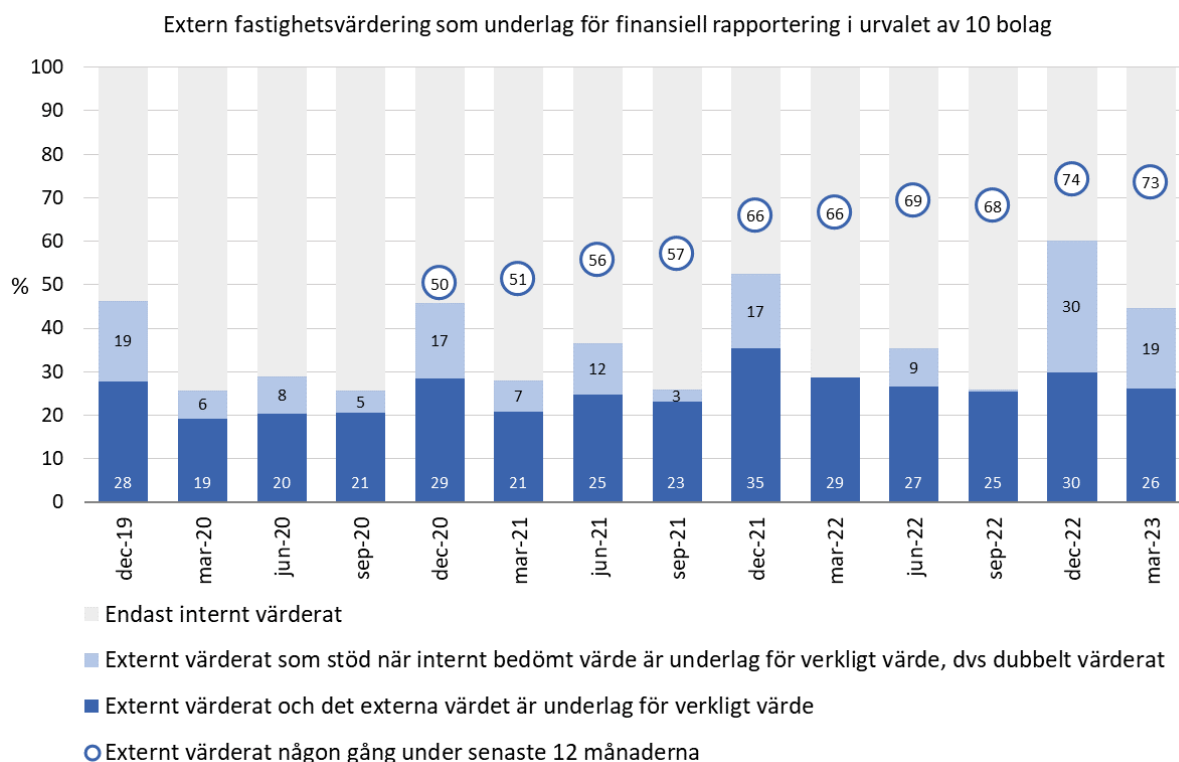
Figur 4.7. Värderingspolicy i urvalet av tio fastighetsbolag per december 2022<sup>3</sup>. Källa: Årsredovisningar 2022.

Andelen extern och intern värdering av fastigheterna för urvalet av tio fastighetsbolag redovisas i figur 4.8 för perioden december 2019 till mars 2023. I årsbokslutet 2022 är andelen extern värdering 60 procent, vilket är i nivå med alla fastighetsbolag noterade på Stockholmsbörsens huvudlista, där 61 procent värderats externt enligt figur 4.4. Under 2022 har 74 procent av förvaltningsfastigheterna i de tio fastighetsbolagen i urvalet någon gång varit föremål för extern värdering, vilket är något lägre än för samtliga 36 fastighetsbolag på huvudlistan, där andelen är 82 procent enligt figur 4.5. Man kan ändå dra slutsatsen att urvalet i studien är representativt för de noterade fastighetsbolagen i stort när det gäller värderingspolicy.

Andelen av fastighetsbeståndet som värderas externt är klart högre vid årsbokslut än under de tre första kvartalen för respektive år, se figur 4.8. Andelen externa värderingar är som regel allra lägst i första kvartalet, ökar i andra kvartalet och faller åter i tredje kvartalet. Andelen extern medverkan är dock högre vid årsbokslutet 2022 och första kvartalet 2023

<sup>3</sup> För Corem baseras uppgiften på information i årsredovisning att 20-30 procent av antalet fastigheter värderas kvartalsvis då uppgift saknas om andel av värdet. Balder gör utöver extern värdering enligt grafen en s.k. "second opinion" på 25 procent av förvaltningsfastigheterna per årsskiftet som stöd för den interna värderingen. Castellum gör s.k. destopvärdering på 10 procent av beståndet, delvis överlappande med den externa värderingen. Ingen av dessa enklare former av extern medverkan har räknats som extern värdering i statistiken i denna rapport.

jämfört med motsvarande period tidigare år, vilket kan förklaras av en nyemission under våren och stigande osäkerhet om marknaden.



Figur 4.8. Andel av beståndet av förvaltningsfastigheter i urvalet av tio fastighetsbolag som värderats externt respektive internt under perioden dec 2019 – mars 2023. Beräknat som ett med värdet vägt medeltal. Exkluderar JV och intressebolag. För Corem baseras uppgiften på information i årsredovisning att 20-30 procent av antalet fastigheter värderas kvartalsvis då uppgift saknas om andel av värdet. Källa: Egen bearbetning av finansiella rapporter.

#### 4.5 Information från intervjuerna om värderingspolicy och process

Några fastighetsbolag har en internt fastställd och dokumenterad värderingspolicy som anger minimikrav på extern expertis vid värdering. Där anges extern andel per kvartal utifrån värdet eller antalet fastigheter. I flera fall tillämpas dock i praktiken en högre andel extern värdering än policyns minimikrav. Fyra av tio fastighetsbolag har som värderingspolicy eller tillämpar i praktiken att alla fastigheter ska värderas externt någon gång under året, antingen med jämn fördelning över kvartalsboksluten eller vid ett av boksluten, företrädes vid årets slut.

Tre fastighetsbolag har också skickat över dokument med processbeskrivning för värderingsprocessen. Dessa innehåller ansvariga befattningshavare, sammanställning av underlag i form av kontrakt, utfall, budget etc. samt vilka kontrollstationer som är inlagda för att slutligen validera indata till värderingarna.

Av de fyra fastighetsbolag som investerar internationellt säger ett par att man valt att ha en högre extern medverkan i värderingar i det utländska fastighetsbeståndet eftersom man känner marknaden där mindre väl. Även projektfastigheter, som anses mer svårvärderade, väljs ofta ut för att värderas externt.

Värderingar till marknadsvärde/verkligt värde görs i regel inte bara med syftet redovisning utan används också som grundmaterial för interna värderingar, för finansiering, t.ex. convenanter som LTV där lånets värde jämfört med marknadsvärdet/verkliga värdet, samt som underlag för investering och transaktioner. Finansiärer ställer ofta krav på extern värdering med vissa tidsintervall.

Själva arbetet med både de interna och externa värderingarna påbörjas en till två månader före bokslutet, men värderingarna görs i huvudsak månaden före bokslutet och avrapporteras i nära anslutning, i regel cirka en vecka eller upp till tio dagar före eller efter bokslutsdagen. Om avrapportering sker före bokslutsdagen lämnar ofta de externa värderarna ett intyg huruvida den aktuella transaktionsmarknaden eller andra händelser skulle föranleda ändringar i den slutliga värdebedömningen.

För de sex fastighetsbolag som använder de externa värderingarna som utgångspunkt för sina egna interna värderingar är de externa värderarnas analys av transaktioner, antaganden om direktavkastningskrav, kalkylränta, hyresnivåer, långsiktig vakansgrad samt drift- och underhållsbetalningar till stor nytta för det interna arbete som sker parallellt. Urvalet av fastigheter som externvärderas kan därför göras med avsikt att få ett omfattande underlag genom att urvalet väljs med en spridning på fastighetstyper och geografi samt "svårare" värderingsobjekt för att täcka in fastighetsportföljens alla varianter av fastigheter. Det är då av särskild vikt att få preliminära resultat från de externa värderarna tidigt i processen och att också träffa de externa värderarna för att gemensamt diskutera förutsättningarna på marknaden.

Några av fastighetsbolagen gör mer summariska uppdateringar av värderingar inför ett par av kvartalsboksluten för att göra ett större omtag, i regel vid årets slut och eventuellt vid halvårsskiftet. Dessa enklare värderingar innebär att bara förändringar i fastigheterna som kontrakt och investeringar uppdateras samt direktavkastningskraven ses över. Detta förenklade förfarande vid värderingar kan avse såväl de interna som de externa värderingarna.

Värderingsfrågorna samordnas internt av en värderingsansvarig, som kan vara en auktoriserad internvärderare, controller eller CFO/ekonomichef/redovisningschef. I något fall organiseras värderingarna från transaktionsteamet eller affärsutveckling. I ett fastighetsbolag är regioncheferna tillsammans med koncerncontroller ansvariga för utförande av de interna värderingarna. CFO/ ekonomichef/redovisningschef i samråd med VD är i regel de som beslutar om värdena i samband med att de tar fram underlaget för bokslutet, där fastighetsbeståndets verkliga värde är ett väsentligt område.

De interna värderingsutlåtandena är ofta en kalkyl i den värderingsmodell företaget valt att använda, dvs det är inte ett signerat och eventuellt motiverat utlåtande på samma vis som de externa värderingsrapporterna som levereras. Även de externa värderingsutlåtandena har olika omfattning efter vad som överenskommits vid beställning.

Vid intervjuerna har framkommit att det är styrelsen som i slutänden fattar beslut om de verkliga värdena på fastigheterna. Detta sker dock inte på objektsnivå, fastighet för fastighet, utan i form av att styrelsen tar ställning till en sammanställd bokslutsrapport där totalsumman av fastigheternas verkliga värden finns med. Det förekommer dock i vissa fall att enskilda fastigheters verkliga värden kan tas upp till diskussion i styrelsen, men mer vanligt är att värderingarna behandlas i dess revisionsutskott. Revisionsutskotten får i regel mer fyllig information om värderingarna än styrelsen i sin helhet, med listor på fastigheter och värden samt motivering till varför fastigheter bedömts öka eller minska i värde. Styrelsen har enligt intervjupersonerna aldrig ändrat i värderingarna enligt vad de erfarit.

För dotterbolag, hel- eller delägda, som ju konsolideras i koncernen, gäller koncernens värderingspolicy fullt ut och fastigheterna värderas i regel samordnat. För den värdeförändring som rapporteras i resultaträkningen för intressebolag och JV med kapitalandelsmetoden har inte fastighetsbolagen full insyn och kan inte lämna detaljerad information om värderingarna och hur dessa utförs. Vi har inte heller i denna rapport för avsikt att beskriva hur värderingarna görs av förvaltningsfastigheter i intressebolag och JV.

#### **4.6 Kommentarer och slutsatser**

Fastighetsbolagen i urvalet har i flera fall en övergripande värderingspolicy som inkluderar en processbeskrivning. Vanligast förekommande är en kombination av extern och intern värdering i fastighetsbolagen, där de externa värderingarna antingen läggs till grund för rapporterat verkligt värde eller endast nyttjas som stöd för de interna värderingarna. Under 2022 har 74 procent av förvaltningsfastigheterna i urvalet av fastighetsbolag varit föremål för extern värdering någon gång under 2022 – mätt med rapporterat verkligt värde. Av förvaltningsfastigheternas verkliga värde vid års- och kvartalsboksluten ligger dock den externa värderingen som direkt underlag endast för i genomsnitt 25 till 35 procent av värdet. Vid årsbokslut ligger andelen i den högre delen av intervallet. Anlitandet av extern expertis för fastighetsvärdering har ökat de senaste åren, men det är fortfarande de interna värderingarna som dominerar när det gäller fastighetsvärdering för bokslut.

Bland samtliga fastighetsbolag på börsens huvudlista är den externa medverkan vid fastighetsvärdering något högre än i urvalet av tio fastighetsbolag. Under 2022 har 82 procent av förvaltningsfastigheterna varit föremål för extern värdering någon gång under 2022 – mätt med rapporterat verkligt värde. Andelen extern värdering har stigit de senaste åren då den var 70 procent för kalenderåret 2020. Av förvaltningsfastigheternas verkliga värde vid års- och kvartalsboksluten ligger den externa värderingen som direkt underlag för i

genomsnitt 30 till 45 procent av värdet. Orsaken till den allt högre andelen externa värderingar torde vara den sättning som skett på fastighetsmarknaden under 2022, vilken medför större osäkerhet om värden och att investerare och andra intressenter som långgivare därmed i allt högre grad efterfrågar fastighetsvärdering från en oberoende part. En bidragande orsak är att flertalet av de under senare år tillkommande fastighetsbolagen, som är relativt små, använder sig i högre grad av extern expertis för fastighetsvärdering.



## 5. Värdebegrepp

I detta kapitel sker en genomgång av olika ekonomiska värdebegrepp. Värdebegreppet är hierarkiskt överordnat metod- och tillämpningsfrågor vid värdering. Därför är en grundlig genomgång av värdebegrepp motiverad. Utan en enhetlig tolkning av vad det värdebegrepp som är relevant vid värdering i olika sammanhang betyder, finns risk att värderingen inte utmynnar i rätt bedömning.

### 5.1 Regelverk och teori

Vid den första (initiala) redovisningen i samband med förvärv redovisas förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde inklusive transaktionskostnader, se IAS 40 p 20, vilket motsvarar ett entry price (se diskussion nedan i särskilt avsnitt om entry price och exit price med koppling till verkligt värde). Fastighetsbolaget väljer sedan direkt en av två möjliga modeller att redovisa sina förvaltningsfastigheter – verkligt värdemodell eller anskaffningsvärdemodell, se IAS 40 p 30. Förvaltningsfastigheter som redovisas i enlighet med IAS 40 ska normalt redovisas till verkligt värde. Har företaget valt en verkligt värdemodell (IAS 40 p 33) redovisas fastigheterna till verkligt värde i balansräkningen. Har företaget valt anskaffningsvärdemodell (IAS 40 p 56) redovisas det verkliga värdet i stället som tilläggsupplysning. Beträffande själva värdebegreppet ”verkligt värde”, så hänvisar IAS 40 i sin tur till IFRS 13, se IAS 40 p 5. Bedömning av och värdering till verkligt värde sker vid varje rapporttillfälle när det gäller förvaltningsfastigheter, vilket är en skillnad mot rörelsefastigheter som tillämpar s.k. omvärderingsmodell med värdering till verkligt värde i enlighet med IAS 16 p 31. För sådana nyss nämnda fastigheter och för vilka omvärderingsmodellen i IAS 16 tillämpas, så anges i IAS 16 p 34 att omvärdering ska ske så snart det redovisade värdet, som baseras på omvärderat värde, avviker väsentligt i jämförelse med det verkliga värdet för en sådan fastighet.

IAS 40 p 53 innehåller regler om när verkligt värde inte kan bedömas på tillförlitligt sätt och anger där att om så är fallet ska företaget välja en anskaffningsvärdemodell för dessa fastigheter och där sker en hänvisning bl.a. till anskaffningsvärdemodell i IAS 16. Detta skulle kunna vara fallet för en enskild fastighet på grund av sådana omständigheter även om alla andra fastigheter redovisas med tillämpning av verkligt värdemodell, se IAS 40 p 54. Det är dock vår bedömning att det är ovanligt att IAS 40 p 53 åberopas i fastighetsbolagen.

Definitionen av värdebegreppet verkligt värde har en central betydelse för vad användare av finansiella rapporter upprättade enligt International Financial Reporting Standards (IFRS) kan förvänta sig av värdebedömningen som föregått presentation av detta värde i sådana rapporter. Definitionen presenteras senare i detta avsnitt.

Som kommer att framgå nedan används begreppet marknadsvärde av de som tar fram värden för den finansiella redovisningen. Därför behöver begreppet marknadsvärde och behandlas. De problem i marknadsvärde definitionen som tas upp nedan är också relevant

för begreppet verkligt värde. Nedan framgår vidare att fastighetsbolagen anser att verkligt värde och marknadsvärde i praktiken är beloppsmässigt identiska, dvs det uppskattade marknadsvärdet anses vara det verkliga värdet.

Värdebegreppet marknadsvärde för fastigheter finns definierat globalt av IVSC (International Valuation Standards Council) i standarden IVS (International Valuation Standards 2021) och inom Europa också av TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations) som ger ut standarden EVS (European Valuation Standards 2020). Värderare, såväl externa som interna, verksamma i Sverige är i regel auktoriserade av RICS eller av organisationen Samhällsbyggarna. Den senare organisationen är medlem i TEGoVA. Därför hänvisas det i vissa värderingsutlåtanden till två eller tre olika standarder när det gäller marknadsvärde och värderingsprinciper. Definitionen av marknadsvärde presenteras också senare i detta avsnitt.

Enligt RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) Standarder, se RICS (2021) sid 66, gör de följande bedömning beträffande innebörden i begreppet verkligt värde: "Indeed the references in IFRS 13 to market participants and a sale make it clear that for most practical purposes the concept of fair value is consistent with that of market value, and so there would ordinarily be no difference between them in terms of the valuation figure reported."

Det nyss refererade framgår i VPS 4 Bases of value, assumptions and special assumptions i RICS (2021). Vidare är internationell värderingsstandard, se IVS (2021), intagen som en del av RICS standarder.

I EVS standarder EVGN 2 punkt 8 uttrycks också att marknadsvärdet och verkligt värde normalt sammanfaller, men begreppen är inte synonymer och kan skilja när fastigheter värderats till "highest and best use". I EVS framförs att enligt IFRS 13 ska ny användning vara tillåten, medan det i EVS anges att det räcker att ny användning kan vara sannolik för att sådan eventuell användning ska vara relevant för värderaren att beakta. För denna typ av fastigheter skulle möjligen marknadsvärdet kunna vara högre än verkligt värde enligt EVS tolkning. Se även EVS 2 p 4.2.3 i EVS (2020).

Mot bakgrund av ovanstående inleder vi med att diskutera begreppet marknadsvärde och återkommer därefter till begreppet verkligt värde så som det definieras och beskrivs i IFRS 13.

### *Standarddefinitionen av marknadsvärde och några problem med den*

Den internationellt vedertagna definitionen av marknadsvärde i enlighet med IVS är följande:

“Market value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.”

Den svenska översättning i Fastighetsnomenklatur (2021) är följande:

"Marknadsvärde är det bedömda belopp för vilket en tillgång eller skuld borde kunna överlåtas vid värdetidpunkten mellan en villig köpare och en villig säljare i oberoende ställning till varandra, efter sedvanlig marknadsföringstid, där parterna har handlat kunnigt, insiktsfullt och utan tvång."

Vidare framgår av IVS (2021) följande i anslutning till definitionen av marknadsvärde: “The definition of market value must be applied in accordance with the following conceptual framework:” och därefter följer bland annat ett antal resonemang och beskrivningar av vad som avses med olika lydelse i definitionen av marknadsvärde som återgivits ovan. Bland annat framgår följande beträffande begreppet *willing seller*:

“And a willing seller” is neither an over-eager nor a forced seller prepared to sell at any price, nor one prepared to hold out for a price not considered reasonable in the current market. The willing seller is motivated to sell the asset at market terms for the best price attainable in the open market after proper marketing, whatever that price may be. The factual circumstances of the actual owner are not a part of this consideration because the willing seller is a hypothetical owner”

När det gäller begreppet sedvanlig marknadsföringstid framgår följande:

“After proper marketing” means that the asset has been exposed to the market in the most appropriate manner to effect its disposal at the best price reasonably obtainable in accordance with the market value definition. The method of sale is deemed to be that most appropriate to obtain the best price in the market to which the seller has access. The length of exposure time is not a fixed period but will vary according to the type of asset and market conditions. The only criterion is that there must have been sufficient time to allow the asset to be brought to the attention of an adequate number of market participants. The exposure period occurs prior to the valuation date.”

I den mer teoretiska litteraturen finns en diskussion om några komponenter i denna definition, t.ex. hur man ska tolka “willing seller”. I Sverige översätts den engelska definitionen ordagrant i Fastighetsnomenklatur (2021), men i praktiken används i fastighetsbranschen ofta begreppet marknadsvärde med följande förkortade version av ordalydelsen “Det mest sannolika priset vid en försäljning på den öppna marknaden” eventuellt följt av: “med normal marknadsföring och inom normal tid.”

En utelämnad komponent i den korta definitionen ovan är dock antaganden om omsättning. Om man antar att det finns en nedåtlutande efterfrågekurva (ju lägre pris desto fler är intresserade av att köpa) kommer ju det mest sannolika priset att bero på hur många som

vill sälja till ett visst pris. På en likvid marknad med många liknande objekt och många potentiella köpare – t.ex. bostadsrättsmarknaden i delar av Stockholms innerstad – är det rimligt att tro att priset inte påverkas nämnvärt av att antalet utbudna objekt ökar eller minskar något. På en tunn marknad med heterogena objekt och ett litet antal potentiella köpare kan man däremot tänka sig att skillnaderna i de potentiella köparnas reservationspris är relativt stort. Med en relativt brant fallande efterfrågekurva kan priset påverkas mycket av om det är ett enstaka objekt som ska säljas eller om flera aktörer av olika skäl behöver sälja sina fastigheter samtidigt. Detta har – som vi återkommer till – stor betydelse för hur observerade priser utvecklas under en relativt kraftig konjunktur nedgång. Kan de allra flesta som äger fastigheter välja att vänta med att sälja så kan priserna hållas uppe på en relativt hög nivå, men om relativt många är i en ekonomisk situation där de ändå behöver sälja så kan priserna falla kraftigt. Hur efterfrågeändringar slår igenom i priser i en konjunktur nedgång beror alltså på innehavarnas ekonomiska situation.

Fastighetsägare har ibland hävdats att de inte är en villig säljare till de lägre marknadsvärden som kan råda efter en marknadsnedgång. Eftersom de hävdar att de inte är en "villig säljare" är uppskattningen av ett väsentligt lägre marknadsvärde eller verkligt värde i nyss beskrivna situationer inte relevant ur deras synvinkel. Följande uttalande i IVSC, som svar på IASB Fair Value Measurement Exposure Draft, se IVSC (2009), ger en intressant ståndpunkt angående sådana situationer:

“The focus on “exit price” actually reinforces the impression that fair value is something that is determined by the seller’s intentions, as it is the seller who is exiting. However, the price obtainable by a seller in the market is determined by the amount that a willing buyer is prepared to pay, not just by what the seller is prepared to accept. In the falling markets that have been prevalent for the past two years, many commentators claim they are not willing to sell at the reduced price and therefore market values (AKA “fair values”) are not relevant to them. However, as is clear from IVS, a willing seller is simply one willing to transact at the price currently available. Since we believe that the objective of the Board is that fair value should be a price that would be obtainable in the market, it is more appropriate to focus on the price that a buyer would pay rather than focus on the seller’s motivation (IVSC, 2009, s. 15).”

Thorne<sup>4</sup> (2009, s. 14) gör också intressanta kommentarer om en liknande fråga:

“The job of the valuer is to understand the market in which they operate. When transactions are thin on the ground, this means understanding the collective mindsets of would-be buyers and sellers, and of the fundamental economic drivers of that market. It means understanding why property that is being offered is not selling and at what price level buyers would enter the market.”

---

<sup>4</sup> Chris Thorne var vid tidpunkten för den publicerade artikeln ordförande i International Valuation Standards Board (IVSB).

## *Förhållandet mellan begreppen marknadsvärde och verkligt värde*

Som togs upp ovan framgår av RICS standarder att en bedömning av verkligt värde i enlighet med IFRS 13 och marknadsvärde enligt IVS borde leda till samma beloppsmässiga bedömning av det sökta värdet. EVS (2020) däremot tar upp skillnaden som eventuellt kan uppstå vid värdering till "highest and best use", se ovan.

IFRS 13 definierar verkligt värde som: "This IFRS defines fair value as the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date" (IFRS 13 p 9).

Vidare framgår av IFRS 13 p 24 att verkligt värde avser ett så kallat "exit price" och av IFRS 13 p 57 framgår att det finns en distinktion mellan "entry price", för vilket fastigheten förvärvades, och ett exit price som är vad som söks vid bedömningen av verkligt värde. Det framgår av IFRS 13 p 58 att entry- och exit-priser många gånger kan antas vara samma sak. Dock framgår av IFRS 13 p 59 att ett företag behöver bedöma om så är fallet och hänvisar då till paragraf B4 där exempel ges på situationer där det skulle kunna vara så att det föreligger skillnader mellan entry- och exit-priser. Nedan förs en mera teoretisk diskussion kring entry- och exit-priser.

Bolaget ska, som nämndes ovan, enligt IFRS 13 p 59 bedöma om entry-priset blir detsamma som ett exit-pris. Vid denna bedömning behöver bolaget beakta faktorer som exemplifieras nedan avseende finansieringsvillkor, synergieffekter m.m. vilket skulle kunna leda till att ett marknadspris på tillgången kan avvika från priset i transaktionen. Om så skulle vara fallet blir följden att verkligt värde (exit-priset) kan komma att avvika från entry-priset, se exempelvis IVS (2021)<sup>5</sup>. Exempel på icke marknadsmässiga villkor skulle kunna vara:

- Förmånlig finansiering som getts eller garanterats av någon aktör som har koppling till transaktionen.
- En synergieffekt som inte är allmänt tillgänglig för aktörer på marknaden kan ha påverkat priset i transaktionen varvid effekten av ett sådant inslag ska justeras bort och exkluderas från det marknadsmässiga priset. Se även exempelvis IFRS 13 p 89
- En hyresgaranti kan ha getts av säljaren till köparen på grund av tomma lokaler i en avyttrad fastighet, t.ex. vid försäljning av helt nyuppförd byggnad.

Enligt IFRS 13 ska köpare och säljare kunna ingå en transaktion för tillgången till verkligt värde (se Appendix A till IFRS 13 och förklaringen av "market participant" – "...able to enter into a transaction..."). Så om den troliga köparkategorin på marknaden inte är villig eller inte kan uppfylla önskemålet om ett reservationspris från en viss säljare, kan det inte bli någon transaktion och definitionen av verkligt värde är inte uppfylld. Se även resonemang i IFRS 13

---

<sup>5</sup> Se IVS 104 – Bases of value p 30.2

B42. I ett sådant fall bör det hypotetiska priset som bildar verkligt värde vara lägre än den nuvarande ägarens reservationspris.

Enligt IFRS 13 p 27 ska bedömningen av verkligt värde för en fastighet innefatta om högsta och bästa användningen avviker från den nuvarande användningen och förutsättningarna för denna bedömning beskrivs vidare i IFRS 13 p 28: "The highest and best use of a non-financial asset takes into account the use of the asset that is physically possible, legally permissible and financially feasible." Vad som menas med "legally permissible" i denna kontext utvecklas vidare i Bases for Conclusions (se IASB, 2023b sidorna C1123-C1126). Bland annat framgår där av BC69: "Some respondents asked for further guidance about whether a use that is legally permissible must be legal at the measurement date, or if, for example, future changes in legislation can be taken into account. The IASB concluded that a use of an asset does not need to be legal at the measurement date, but must not be legally prohibited in the jurisdiction..." samt "...The illustrative examples that accompany IFRS 13 show how an asset can be zoned for a particular use at the measurement date, but how a fair value measurement can assume a different zoning if market participants would do so..."

### *Förhållandet marknadsvärde och observerade priser*

Marknadsvärdet definieras som det bedömda belopp för vilket en fastighet borde kunna överlåtas vid värdetidpunkten och en rad faktorer kan göra att ett faktiskt pris avviker från det bedömda priset, dvs det mest sannolika, även om vi antar att det bedömda priset uppskattats på ett korrekt sätt.

Det är rimligt att tänka sig att det finns en spridning när det gäller potentiella köparens reservationspriser. Slumpen kan göra att det ibland finns ett par potentiella köpare med höga reservationspriser och att budgivning då leder till ett pris över det sannolika. Slumpen kan på motsvarande sätt göra att priset blir lägre än det mest sannolika.

På en tunn marknad kan det finnas ett relativt stort gap mellan det lägsta pris som innehavaren kan tänka sig att acceptera och det högsta pris som köparen med det högsta reservationspriset kan tänka sig att betala. Var priset hamnar inom detta intervall beror av en rad omständigheter som t.ex. parternas kunskap om den andre partens reservationspris, hur bråttom respektive part har som också speglar hur man ser på risken att transaktionen inte blir av. Ibland samlas detta under begreppet "förhandlingsstyrka" men oavsett hur det närmare tolkas så kan utfallet variera med dessa faktorer och göra att priset hamnar över eller under det mest sannolika priset.

## *Förhållandet mellan marknadsvärde, verkligt värde, entry price och exit price*

I redovisningslitteraturen förs en diskussion avseende *entry price* och *exit price*. Verkligt värde är enligt definitionen ovan ett "exit price" - det är ju det mest sannolika priset om objektet förs ut till försäljning på den öppna marknaden. Om ett företag köpt en fastighet till ett visst pris, så motsvarar det betalda priset deras *entry price*.

Om det är en marknad med en stor omsättning och god tillgång på information så är det rimligt att tro att den som köpt en fastighet till ett visst pris också kan sälja den till i stort sett samma pris omedelbart efter köpet. Entry price och exit price är då desamma. Om det är en tunn marknad med relativt få transaktioner och där potentiella köpare har något olika reservationspris ska det förväntas att exit price är lägre än entry price. Är det en klassisk budgivning så blir priset normalt lägre om den som betalt det högsta priset inte är med i nästa budgivning, dvs om den som köpt fastigheten omedelbart ska sälja den.

Man kan dock tänka sig situationer där det faktum att ett företag varit berett att betala mer än andra påverkar övriga budgivares reservationspris genom att de övriga budgivarna inser att de t.ex. underskattat värdet av vissa realoptioner. I sådana fall kan skillnaden mellan entry price och exit price vara litet även på en tunnare marknad. Se Lind & Nordlund (2019) för en djupare genomgång av när det kan uppstå skillnader mellan entry och exit price på fastighetsmarknaden.

## **5.2 Andra ekonomiska värdebegrepp**

Ett så kallat "fastighetsvärde" kan även vara andra typer av värden än marknadsvärde/verkligt värde. I andra sammanhang än vad som gäller vid värdering enligt IFRS-regler för förvaltningsfastigheter kan andra typer av värden vara relevanta. Nedan följer några exempel på andra typer av värdebegrepp:

### *Individuellt avkastningsvärde<sup>6</sup>*

Med individuellt avkastningsvärde avses nuvärdet av förväntade framtida kassaflöden från ett värderingsobjekt. Individuella avkastningsvärdet är till sin natur individuellt, det är knutet till en viss investerares förutsättningar – den individuella investerarens förväntade kassaflöden och egna avkastningskrav. Individuellt avkastningsvärde kan även beskrivas som ett värde i användning. I samband med detta värdebegrepp kan det vara intressant att

---

<sup>6</sup> Se exempelvis IVS, 2021 (Investment Value eller Worth); Lind & Nordlund (2019)

notera att det finns tidigare studier som indikerar att redovisade värden som presenteras som verkligt värde kanske inte alltid uppfyller definitionen av verkligt värde utan är mera av karaktären individuella eller normaliserade avkastningsvärden eller värden i egen användning (se exempelvis Hitz, 2007; Lorentzon, 2011; Lind & Nordlund, 2019).

### *Kostnadsrelaterade värdebegrepp*

Exempel på kostnadsrelaterade "värde"-begrepp är produktionskostnader, byggkostnader, återanskaffningskostnad och brandförsäkringsvärde.

### *Den internationella debatten om långsiktigt värde*

I litteraturen om fastighetskriser uppmärksammas ett problem med att använda marknadsvärde som grund för långivning. Problem kan beskrivas på följande sätt. Marknadsvärdet antas stiga relativt kraftigt under en konjunkturuppgång. Om högre marknadsvärde gör att det går att låna mer med fastigheten som säkerhet så kan marknadsvärdena stiga ytterligare när lånemöjligheterna ökas. Det kan bli en kreditdriven uppåtgående spiral som i värsta fall slutar med en krasch.

Om bankerna tror på cykler på marknaden och att riskerna för en krasch ökar om marknadsvärdena stiger så borde en rationell bank minska belåningsgraden när fastigheternas marknadsvärde stiger. En rad studier pekar dock på att bankerna tvärtom tenderar att öka belåningsgraderna under en uppgång på marknaden. John Geneakoplos har skrivit ett antal artiklar om en "leverage cycle" (se t.ex. Geneakoplas 2010). Detta mönster kan bero på att uppgången på marknaden leder till ökad optimism om framtiden. Robert Shiller har i en omtalad bok analyserat detta under rubriken "Irrational exuberance" (Shiller 2000)

En väg för att hantera detta vore förstås att anpassa regler om belåningsgrader under konjunkturcykeln. En annan strategi är att regler kopplar bankernas utlåning till ett alternativt värdebegrepp. Denna väg har valts i Tyskland genom införande av begreppet Mortgage lending value, som mycket förenklat innebär att staten lägger vissa tak/golv på variabler i värderingen, t.ex. att avkastningskravet inte får understiga en viss nivå. På detta sätt kapas toppar i värdena över konjunkturen. Numera används även beteckningen "prudent value" eller "prudent valuation.", se t.ex. rapporten *Approaches for Prudent Property Valuations across Europe (Crosby & Hordijk 2021)*.<sup>7</sup> Europeiska bankmyndigheten (EBA) har engagerat sig i denna fråga. "Försiktiga" bedömningar ska då göras av påverkande

---

<sup>7</sup> Se även Crosby et al (2020)



faktorer, t.ex. hellre underskatta än överskatta driftnettot och hellre överskatta än underskatta avkastningskravet.

Det finns dock uppenbara problem med hur ett sådant "prudent value" ska mätas på ett objektivt sätt. En av de möjligheter som diskuteras i ovannämnda rapport och som även diskuteras i Lind & Nordlund (2021) är att fokusera på att kapa toppar i värdet. Detta skulle kunna ske genom att som underlag för belåning använda det lägsta av aktuellt marknadsvärde och ett "prudent value" om marknadsvärdet överstiger detta mer försiktigt bedömda värde. Ett "prudent value" skulle kunna beräknas som ett genomsnitt av marknadsvärdet under t.ex. de senaste fem åren. Det gemensamma med de olika varianter som diskuteras är att värdet hålls nere under perioder där marknadsvärdena stiger kraftigt.

I Sverige har det hittills dock inte varit någon egentlig diskussion om alternativa värdebegrepp så denna fråga berörs inte mer i denna rapport.

### 5.3 Resultat från årsredovisningar

Det värdebegrepp som förekommer i alla granskade årsredovisningar för de tio fastighetsbolagen i urvalet är *verkligt värde*. Detta är inte förvånande eftersom det är en årsredovisning och där ska enligt regelverket verkligt värde redovisas. Begreppet marknadsvärde förekommer också i texten och då sägs att marknadsvärde och verkligt värde är samma sak. Värderare använder terminologin marknadsvärde i sina fastighetsvärderingar. I några årsredovisningar sägs att förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde, men att mark- och byggrätter värderas till marknadsvärde.

Begreppet anskaffningsvärde/anskaffningskostnad används också, men används bara just efter ett fastighetsköp innan en ordinarie värdering gjorts.

I ett par av årsredovisningarna finns en kommentar av typen att marknadsvärde egentligen bara kan fastställas när fastigheten säljs. Som diskuterades i avsnitt 5.1 ovan finns dock inget sådant enkelt samband mellan marknadsvärde (sannolikt pris) och ett observerat pris.

Den enda mer allmänna kommentar om vad värde är finns i en årsredovisning där de skriver att "En tillgångs värde utgörs enligt vedertagen teori av det diskonterade nuvärdet av framtida kassaflöden som tillgången förväntas generera" (Castellums årsredovisning 2022, s 163).

Någon diskussion om distinktionen mellan entry price och exit price finns inte i årsredovisningarna.

I en av årsredovisningarna framgår följande: "Många fastighetsbolag handlas idag med avsevärd rabatt gentemot värdering, något som smittat av sig även på Fastator. Det kan

förefalla motsägelsefullt men kan förklaras av att fastighetsvärderingar görs på många års sikt medan aktiekurser handlas på kortare sikt.”

## 5.4 Information från intervjuerna

När det gäller de grundläggande värdebegreppen framkom inget i intervjuerna som gick utöver det som framgår i årsredovisningarna.

I intervjuerna fick respondenterna en fråga om relationen mellan exit price och entry price och de menade att dessa normalt var detsamma på en likvid marknad och i regel menade fastighetsbolagen att de var verksamma på en sådan typ av marknad.

Det pekades dock på några situationer där det kan finnas en skillnad - i linje med vad som togs upp i teoriavsnittet ovan. Entry-priset kan vara högre än exit-priset, exempelvis om det finns synergier hos det köpande företaget eller om det varit aggressiv budgivning från enskilda företag. Det nämndes exempel på transaktioner på höga nivåer som inte beaktats fullt ut i fastighetsbolagets egna värderingar. Entry-priset kan vara lägre än exitpriset om säljaren haft en svag förhandlingssituation och inte kunnat vänta med att sälja pga ekonomisk press. Det kan också vara så att köpet gett information om möjligheter som andra inte varit medvetna om och som kan göra att det efter denna nya information skulle gå att sälja till högre pris.

Fastigheter som sålts, direkt i lagfartsaffär eller indirekt i bolagsaffär, men inte bokats bort ur balansräkningen på balansdagen tas upp i balansräkningen till nettoförsäljningsvärde eller överenskommet underliggande fastighetsvärde mellan parterna i affären och detta värde utgör då verkligt värde i balansräkningen.

Fastighet som förvärvats indirekt genom förvärv av bolag tas upp till mellan parterna överenskommet underliggande fastighetsvärde i transaktionen vilket i de flesta fall ger upphov till en dag 1-vinst, vilket kan förklaras med nedanstående förenklade exempel:

Antag överenskommet underliggande fastighetsvärde i en bolagstransaktion: 200.

Skattemässigt värde på fastighet i bolaget: 90.

Skillnad mellan ovanstående två värden: 110.

Antag vidare att inga skulder finns i bolaget och att värdet av den uppskjutna/latent skatteskulden, på grund av ovan presenterade skillnad, uppgår till ca 5 procent (nuvärdet av skattenackdelen för köparen i jämförelse med en lagfartsaffär som hade lett till högre underlag för skattemässiga värdeminskningssavdrag):  $6 (5\% * 110 = \text{avrundat } 6)$ .

Vederlaget för aktierna och den underliggande fastigheten blir då:  $194 (= 200 - 6)$ .

Vederlaget 194 jämförs med av parterna överenskommet underliggande fastighetsvärde på 200. Fastigheten omvärderas i nära anslutning till initial redovisning från 194 till 200, vilket

ger upphov till en dag 1-vinst om 6 minus uppskjuten skatt om avrundat 20 procent på dessa 6, dvs. ca 1. Netto blir då vinsten momentant vid förvärvet i detta exempel ca 5.

I någon av intervjuerna framkom att ovanstående exempel på dag 1-vinst om 5, skulle leda till förlust på lika stort belopp som denna vinst om fastigheten skulle säljas igen till annan aktör med samma underliggande förutsättningar.

En respondent uppgav att de inte bokar in en omvärderingsvinst relaterat till "skatterabatten" med referens till ovanstående exempel.

## 5.5 Kommentarer och slutsatser

Några viktiga punkter som vi särskilt vill lyfta fram är följande:

- Regelverket anger att verkligt värde ska anges i redovisningssammanhang. Det som i praktiken redovisas är uppskattat marknadsvärde. Det finns i fastighetsbolagen inte någon djupare diskussion om att det kan finnas skillnader mellan verkligt värde och marknadsvärde. Det tas i praktiken för givet att uppskattade marknadsvärden också är verkliga värden.
- Det finns i fastighetsbolagen inte heller någon egentlig diskussion om eventuella skillnader mellan entry price och exit price. En sådan diskussion är särskilt viktig när det handlar om en tunnare marknad.
- Flera intervjuade sa att de var verksamma på en likvid marknad och vi tolkar det som att den aktuella marknaden normalt är en marknad med relativt många transaktioner. Det kan dock diskuteras hur likvid flera av dessa marknader är i det aktuella läget. Det har till exempel varit en kraftig nedgång i transaktionsvolymen under början av 2023.

Ovan citerades lydelse från en av årsredovisningarna (Fastator) som gav uttryck för att fastighetsvärderingar görs på många års sikt. I detta sammanhang är det dock viktigt att påpeka att det är förhållandena vid värdetidpunkten som ska speglas i fastighetsvärderingen.

## 6. Värderingsmetoder och var data hämtas

I detta kapitel sker en genomgång av olika värderingsmetoder, eller tillvägagångssätt, som kan tillämpas vid värdering. Som togs upp ovan under inledningen av kapitel 5 så är värderingsmetoderna vid värdering hierarkiskt underordnade det värdebegrepp som bedöms vid värderingen. Annorlunda uttryckt – det sökta värdebegreppet leder i nästa steg fram till att en bedömning behöver ske avseende vilken eller vilka metoder som är lämpligast att tillämpa för att värderingen ska utmynna i rätt typ av värde.

### 6.1 Teori och regelverk

Detta avsnitt handlar enbart om metoder för att bedöma ett marknadsvärde och tonvikten ligger på kommersiella fastigheter. Som framgick i föregående kapitel är det marknadsvärde som fastighetsbolagen uppskattar och verkligt värde antas vara lika stort.

#### *Den klassiska indelningen av värderingsmetoderna*

I värderingslitteraturen var det länge vanligt att dela in metoderna (eller angreppssätten) i tre grupper: ortsprismetoder, inkomstbaserade metoder och kostnadsbaserade metoder där de senast nämnda är mindre relevanta när ett marknadsvärde ska bedömas. Det bör även redan inledningsvis poängteras att även om litteratur kring fastighetsvärdering tar upp metoder som ortsprismetoder och inkomstbaserade metoder, så är det i praktiken så att det normalt finns stora likheter mellan ortsprismetoder och inkomstbaserade metoder när det gäller hur dessa är kopplade till marknaden vid fastighetsvärdering.

*Ortsprismetoderna* i dess rena form fanns i några olika varianter. Den enklaste situationen är när en lägenhet eller småhus ska värderas och det finns många försäljningar av liknande hus eller lägenheter. Priserna i dessa transaktioner kan då antingen direkt ligga till grund för bedömningen av marknadsvärdet för det objekt som ska värderas eller så kan priset uttryckas per kvadratmeter (kvm) eller i förhållande till taxeringsvärde (K/T). Mindre justeringar kan dock göras efter det för att ta hänsyn till andra kvarstående egenskapsskillnader.

För bostadshyreshus och kommersiella fastigheter finns mycket sällan så lika fastigheter, om inte annat skiljer arean. Är fastigheterna i övrigt mycket lika innebär den rena ortsprismetoden att pris per kvadratmeter beräknas för jämförelseobjekten och att detta kvadratmeterpris sedan används för att bedöma marknadsvärdet för den fastighet som ska värderas. Liksom i privatbostadsfallet kan mindre justeringar sedan göras för egenskapsskillnader.

De *inkomstbaserade* metoderna delades i sin tur in i flera varianter. Om en *bruttokapitaliseringsmetod* används så ställs observerade priser i relation till hyran i de sålda objekten. En så kallas bruttokapitaliseringsfaktor – pris/hyra - beräknas för varje enskild transaktion och om vi antar att spridningen inte är så stor kan den genomsnittliga bruttokapitaliseringsfaktorn användas för att värdera det aktuella objektet. Vissa justeringar pga. egenskapsskillnader kan självklart göras även när denna metod används. Nästa variant innebär i stället att priserna ställs i relation till fastigheternas driftnetto<sup>8</sup> och kan då kallas för en *nettokapitaliseringsmetod* (som även kan kallas för en direktavkastningsmetod). Antas att köparna främst är fokuserade på driftnettot så borde det finnas ett relativt stabilt samband mellan driftnetto och pris, och det är därför logiskt att värderingar ofta görs med en metod som liknar denna. Utifrån bland annat genomförda transaktioner bedömer värderaren vilket direktavkastningskrav som marknaden har för en viss typ av objekt i ett visst läge – och detta direktavkastningskrav kan sedan användas för att värdera det aktuella objektet vars driftnetto antas vara känt.

Den tredje varianten av inkomstbaserade värderingsmetoder i den klassiska indelningen är en så kallad kassaflödesanalys. I detta fall görs en prognos av (vad marknaden tror om) driftnetto med mera under en kalkylperiod på 5 till 10 år eller längre, samt en bedömning av (vad marknaden tror om) restvärdet i slutet av kalkylperioden. Vanligen görs ingen framtidsbedömning av marknadsläget vid kalkylperiodens slut utan det antas vara oförändrat jämfört med läget vid värdetidpunkten. Dessa belopp diskonteras sedan med ett avkastningskrav (kalkylränta) som antas spegla vad aktörerna på marknaden har för nominellt totalavkastningskrav inklusive relevant riskpremie. Genom att använda värden för de olika komponenterna som speglar marknadsaktörernas bedömningar så blir resultatet en bedömning av marknadsvärdet.

Ibland hävdas att t.ex. det marknadsmässiga avkastningskravet, dvs kalkylräntan, i en kassaflödesanalys härleds från aktuella transaktioner på marknaden. Detta kan dock inte stämma eftersom ett observerat pris kan vara resultatet av olika bedömningar. En aktör som är optimistisk om driftnettot, men tror att räntorna kommer att stiga kan vara beredd att betala samma belopp som en aktör som är mer pessimistisk om driftnettot, men tror på lägre räntor. Värderarna har dock normalt mycket kontakter med aktörerna på marknaden och kan på det sättet bygga upp kunskap om hur potentiella köpare kalkylerar inför en investering och kan därmed lägga in belopp i kassaflödesanalysen så att det kan anses leda fram ett värde i enlighet med definitionerna av verkligt värde eller marknadsvärde.

Till sist bör noteras att om kassaflödesanalysen görs med relativt kort tidsperiod, t.ex. 5 år, så kommer restvärdet vid kalkylperiodens slut att spela en mycket stor roll för kalkylresultatet. Detta restvärde beräknas i regel som bedömt driftnetto året efter sista året i kassaflödeskalkylen, evighetskapitaliserat med det (reala) direktavkastningskravet, vilket

---

<sup>8</sup> Något förenklat: Hyra minskat med drift och underhåll m.m. Se vidare avsnitt 6.2 där frågor kring driftnetto/driftöverskott fördjupas.

bedöms vara lika med direktavkastningskravet vid värdetidpunkten applicerat på ett normaliserat marknadsmässigt driftnetto.

Fördelen med en kassaflödeskalkyl jämfört med en ettårig nettokapitaliseringskalkyl (direktavkastningskalkyl) på ett normaliserat driftnetto är att tecknade hyreskontrakt som avviker från marknadshyra och aktuella vakanser som avviker från bedömd långsiktig normaliserad vakans kan beaktas mer explicit i prognoserna av framtida kassaflöden.

### *En nyare indelning och två tolkningar av kassaflödesmetoden*

Ett problem med den klassiska indelningen är följande. För kommersiella fastigheter behöver det betalda priset på något sätt relateras till en egenskap hos objektet eftersom det sällan finns objekt som är mycket lika. Det kan vara pris per kvadratmeter, pris per "hyreskrona" eller pris per "driftnettokrona". Oavsett vad som anses vara det bästa alternativet borde det ses som en ortsprismetod eftersom utgångspunkten är observerade priser på marknaden. Därmed borde bruttokapitaliserings- och direktavkastningsmetoder ses som ortsprismetoder och inte som inkomstbaserade metoder.

Det som blir kvar som en inkomstbaserad metod blir då kassaflödesmetoder men studier pekar på att dessa metoder kan tolkas på något olika sätt (se t.ex. Lind & Nordlund, 2014, Bellman & Lind 2021). Å ena sidan kan kassaflödesanalysen ses som en "aktörsbaserad" metod där data bygger på goda kunskaper om hur aktörerna tänker. Å andra sidan kan kassaflödesmetoden - om standardiserande antaganden görs om hyres- och kostnadsutveckling (t.ex. att de följer inflationen) - ses som variant av en ortspris-/ direktavkastningsmetod med avkastningskrav som då kan härledas från observerade priser och driftnetton på samma sätt som vid användning av en direktavkastningsmetod. (Det finns så att säga bara en okänd variabel i ekvationen som då är direktavkastningskravet, se Lind & Nordlund (2014) för närmare motivering).

Slutsatsen av dessa resonemang är att det finns en något vacklande terminologi i branschen och det som ett fastighetsbolag kallar en kassaflödesmetod kan ett annat kalla en ortsprismetod (eller marknadssimulering) fastän värderingen i praktiken gjorts på i stort sett samma sätt. Vi återkommer till detta i diskussionerna nedan.

### *Datakällor*

För att förenkla diskussionen antas att någon variant av en direktavkastningsmetod används. Motsvarande problem finns dock i en kassaflödesanalys. Direktavkastningskravet kan beräknas för genomförda transaktioner om vi har tillgång till data om betalt pris och om fastighetens driftnetto. På båda dessa punkter finns dock betydande problem.

När det gäller observerade priser finns åtminstone tre olika problem:

1. De flesta transaktioner genomförs som bolagsförvärv och det kräver ett antal antaganden för att räkna om pris för aktier till fastighetspris (underliggande fastighetsvärde i transaktionen). Exempel på omräkningsproblemen har illustrerats i avsnitt 5.4 ovan.
2. Det är relativt vanligt att fastighetsköp innebär att flera fastigheter köps i paket och då är ett problem att fördela köpeskillingen mellan fastigheterna.
3. Ett köp kan vara kopplat till olika villkor som påverkar köpeskillings storlek, t.ex. lån från säljaren och olika former av hyresgarantier som minskar risken i de framtida intäkterna från fastigheten.

Om fastigheter betalas med aktier i det köpande bolaget finns ytterligare problem med att bedöma vad som "verkligt" betalades. Om bolaget är noterat är priset givetvis lättare att uppskatta än om bolaget är onoterat, men det kan ha varit olika former av rabatter eller premium i samband med transaktionen.

När det gäller indata i värderingsmodeller för att beräkna verkligt värde så anger IFRS 13 en hierarki när det gäller typ av indata. Hierarkin sammanfattas nedan:

- Nivå 1: indata som inte behöver justeras, baserat på noterade priser (t.ex. om värderingsobjektet är en aktie i ett börsnoterat fastighetsbolag kan det observeras på börsen. Det kan observeras vad exakt samma instrument/tillgång är värt på marknaden).
- Nivå 2: indata som direkt eller indirekt kan observeras från marknaden och kräver olika grader av justeringar (t.ex. jämförbara objekt som säljs på fastighetsmarknaden, nära i tid i förhållande till värdetidpunkten och sålda objekt vars andra egenskaper<sup>9</sup> inte väsentligt skiljer sig från värderingsobjektet). Nivå 2-indata kräver mindre betydande justeringar för att vara relevanta.
- Nivå 3: icke-observerbara indata. Denna grupp kan också inkludera indata från marknaden som kräver betydande justeringar. Exempel på det senare kan vara jämförbara objekt som såldes på fastighetsmarknaden men där transaktionerna inträffade längre tillbaka i tiden eller när de sålda objektens andra egenskaper skiljer sig väsentligt från värderingsobjektet. Nivå-3 indata är ofta beroende av företagsledningens bedömningar om hur marknadens antaganden ser ut.

I samband med denna hierarki är det av vikt att notera att IFRS 13 anger att företag ska använda den relevanta input som har lägst siffra i hierarkin vid bedömningar av verkligt värde. Annorlunda uttryckt, finns nivå 2-input borde detta användas i första hand även om företaget också har tillgång till nivå 3-input (se IFRS 13 p 67).

---

<sup>9</sup> Till exempel - läge, fastighetstyp, hyresnivå, vakansnivå eller tekniskt skick.

## *Uppdateringsstrategier*

I en berömd artikel diskuterade Quan & Quigley (1991) strategier för att uppdatera uppskattade marknadsvärden när det kommer ny information. Låt oss anta att under en relativt stabil period har fastigheter av en viss typ i ett visst läge sålts till säg 100. Plötsligt observeras en försäljning med priset 110. Det högre priset kan spegla att marknadsvärdenivån höjts men det kan – som diskuterades i avsnitt 5.1 - också vara slumpmässiga faktorer som ligger bakom det högre priset utan att marknadsvärdenivån förändrats. Frågan blir då hur mycket det är rationellt för en värderare att förändra bedömningen av marknadsvärdet: Ska värderaren ligga kvar nära 100 eller öka till närmare 110?

Här kan en rad faktorer användas för att bedöma hur mycket det är rationellt att ändra värdebedömningen: Finns tydliga yttre faktorer – t.ex. räntesänkningar eller konjunkturuppgångar – som gör en marknadsvärdeökning trolig – blir det rationellt att lägga sig relativt nära 110. Annars är det rationellt att enbart göra en mindre ökning av marknadsvärde och avvakta med större höjningar tills fler transaktioner på en högre nivå genomförts.

En historiskt sett inte ovanlig situation är att transaktionsvolymen sjunker väsentligt och kan t.o.m. nästan helt upphöra under en period när det uppstår en kris eller oro för en kris i ekonomin. Om efterfrågekurvan förskjuts kraftigt till vänster samtidigt som de nuvarande ägarna inte vill sälja till priser under den gamla nivån så kommer transaktionsvolymen att gå ner till nära noll. Hur ska det sannolika priset för en fastighet bedömas i en situation som denna?

Anta för diskussionens skull att inga transaktioner genomförs på den aktuella marknaden. Ett sätt att argumentera som förekommit är att säga att eftersom inga transaktioner genomförts finns ingen ny information som motiverar en ändring av de bedömda marknadsvärdena. Marknadsvärdet bedöms fortfarande till 100. Man kan resonera på liknande sätt om det sker en enstaka transaktion till den gamla prisnivån. Vi kan tänka oss att på marknaden såldes tidigare 10 fastigheter till priser runt 100 under en viss tidsperiod, men nu såldes bara en fastighet, men till samma nivå som tidigare under en lika lång period. Värderaren kan, med hänvisningen till den enda observerade försäljningen, säga att det observerade priset ligger på samma nivå som tidigare och att det därför inte finns anledning att ändra bedömningen av marknadsvärdet.

Detta sätt att tänka har självklart kritiserats. Om det är uppenbart att efterfrågan har fallit – och till exempel aktiekurser för noterade fastighetsbolag har fallit under en längre period – så borde även marknadsvärdena på fastigheterna ha fallit. Att bedöma hur mycket det sannolika priset har fallit är dock inte lätt, bland annat för att det beror hur stor omsättning man ska räkna med när marknadsvärdet uppskattas (se diskussionen om värdebegrepp).

En extrem situation av denna typ var det i samband med fastighets- och finanskrisen i början av 1990-talet. Bankerna hade tagit över tiotusentals fastigheter och dessa behövde värderas för att möjliggöra en bedömning av bankernas finansiella ställning. Det utsågs en



Valuation Board med bl.a. ledande värderare och dessa tog fram Valuation Guidelines som byggde på att en kassaflödesanalys skulle göras utifrån vad som bedömdes som långsiktigt rimliga värden på driftnetto och avkastningskrav. Det fanns ingen möjlighet att avvika från dessa normativa värden i de enskilda fallen.

Det finns dock ytterligare punkter i olika regelverk kopplade till värdering som är relevanta att ta upp här:

Av IVS (2021), se IVS 105 – Valuation Approaches and Methods, framgår bland annat att värderaren ska bedöma vilken eller vilka metoder som är nödvändiga och mest relevanta att tillämpa för att bedöma det relevanta värdet enligt definitionen av värdebegreppet i fråga. Värderare bör överväga användningen av flera tillvägagångssätt. Mer än en värderingsmetod bör övervägas och kan behöva användas för att komma fram till en indikation på värde, särskilt när det är ont om observationer från marknader och brist på observerbara indata för att en enskild metod ska kunna producera en tillförlitlig slutsats, se även resonemang i IFRS 13 B40 och B41. Att ortsprismetod/transaktionsbaserad metod är att föredra i vissa situationer vid bedömning av marknadsvärde/verkligt värde gällande fastigheter stöds av punkten 10.8 i nyss refererade IVS 105. Dock framgår av denna punkt: "Although no one approach or method is applicable in all circumstances, price information from an active market is generally considered to be the strongest evidence of value."

Av vikt är dock att framhålla att detta gäller om det är en aktiv marknad. Om det inte är en så aktiv marknad kan presumtionen för ortspris-/transaktionsbaserad framför tillämpning av andra alternativa tillvägagångssätt ifrågasättas, helt eller delvis. Av IVS framgår också att även om IVS standard inkluderar diskussioner om vissa metoder inom kostnads-, marknads- och inkomstmetoderna, ger den inte en heltäckande lista över alla möjliga metoder som kan vara lämpliga. Det är värderarens ansvar att välja lämpliga metoder för varje värderingsuppdrag. Efterlevnad av IVS kan kräva att värderaren använder en metod som inte definieras eller nämns i IVS.

När det gäller tillämpning av ortspris-/transaktionsbaserad metod vid bedömning av verkligt värde/marknadsvärde på fastigheter kan det också vara av vikt att notera följande: Det kan bli aktuellt att söka transaktioner bakåt i tiden avseende jämförbara (eller någorlunda jämförbara) objekt och justera informationen från dessa, exempelvis priser per kvadratmeter uthyrbar area eller direktavkastning i transaktionen (driftnetto i relation till pris) med vad som har hänt på marknaden sedan dessa transaktioner genomfördes. Det kan även aktualiseras att utöka det så kallade "ortsprisområdet" till andra geografiska marknader eller andra typer av fastigheter för att finna jämförelseobjekt. Vidgas området behöver värderaren dock bedöma hur geografiska skillnader eller skillnader avseende typ av fastighet kan tänkas påverka bedömningen av verkligt värde för värderingsobjektet.

Baserat på vad som bland annat framgår av IVS 105 pp. 10.4, 10.5 och 10.8 är vår bedömning att olika tillvägagångssätt blir nödvändiga för att bedöma ett verkligt värde när inte tillräckligt stöd kan hämtas från en ortspris-/ transaktionsbaserad metod. I en marknadssituation som under 2022 med väsentliga förändringar, som hög inflation, stigande nominella räntor, försvårade möjligheter att erhålla finansiering och sjunkande transaktionsvolym, så ökar behovet av att tillämpa andra metoder/ansatser än ortspris-/ transaktionsbaserad metod för att säkerställa att värdebedömningen är i överensstämmelse med det definierade värdebegreppet, oavsett om det är verkligt värde i IFRS 13 eller marknadsvärde.

Ytterligare en tänkbar metodansats när det föreligger få eller inga jämförbara transaktioner på fastighetsmarknaden är en så kallad aktiemarknadsapproach. En längre trend i aktieprisutvecklingen för noterade fastighetsaktier med likartade underliggande tillgångar som värderingsobjektet kan ge vägledning om riktningen på utvecklingen av det underliggande värdet på tillgångarna (fastigheterna) i ett noterat fastighetsbolag. En vanlig slutsats i den typ av studier som hänvisas till här är att aktiemarknaden ligger en bit före fastighetsmarknaden när det gäller att prissätta förändringar på marknaden<sup>10</sup>. I sammanhanget bör dock observeras att IAS 40 utgår från värdering av fastighet för fastighet, medan portföljpremier/-rabatter mycket väl kan prissättas på aktiemarknaden. Det finns även andra möjliga förklaringar till varför det kan skilja mellan aktieprisutveckling och utvecklingen för värdet på underliggande fastigheter, tex. har belåningsgraden betydelse eftersom aktiepriset speglar värdet på det egna kapitalet, det vill säga skillnaden mellan tillgångar och skulder.

När det gäller driftnettots storlek så finns osäkerhet om hur detta rapporterats av olika fastighetsbolag. Det kan gälla hur underhåll eller hyresgäst Anpassningar för lokaler bokförs men också hur olika administrativa kostnader hanteras. Om ett fastighetsbolag t.ex. kostnadsför mycket av underhållet så sjunker det redovisade driftnettot (om försök görs att redovisa en särskild driftnettorad i resultaträkningar) och direktavkastningen sjunker. Används denna låga direktavkastning som direktavkastningskrav för att värdera ett objekt baserat på redovisade "driftnetton" i resultaträkningar där det inte kostnadsförs lika mycket (utan aktiveras) så kommer värdet på fastigheten att överskattas i jämförelse med det värde ett "normaliserat" lägre driftnetto skulle ge med samma avkastningskrav.

## 6.2 Begreppet driftnetto

Driftnetto som begrepp har särskild vikt för värdering. Begreppet driftnetto som är synonymt med driftöverkott definieras och beskrivs i Fastighetsnomenklatur (2021) och Sveriges Finansanalytikers Förening (2021), se även bilaga 1 "Nomenklaturlista" till denna

---

<sup>10</sup> Se exempelvis Hoesli & Oikarinen, 2012; Devaney et al, 2012 eller Sebastian & Schätz, 2009. Se även IFRS 13 p 82 (d) gällande så kallade "market- corroborated" inputs.

rapport. Det finns också en motivering till varför definitionen under senare år behövs modifieras i en artikel av Gustafsson, Landeman & Palm (2022). Driftnettobegreppet ska egentligen endast användas i sammanhang där alla utbetalningar som behövs för att generera hyresinbetalningarna har fråndragits. Sådana utbetalningar kan vara taxebundna kostnader (el, vatten, värme, renhållning), fastighetsförsäkringar, fastighetsadministration, fastighetsskötsel, fastighetsskatt, reparationer, underhåll samt ersättningsinvesteringar/komponentbyten. Vidare behöver det ske ett avdrag för tomträttsavgäld i förekommande fall (när byggnad är belägen på mark upplåten med tomträtt). Justering bör, när behov finns av detta, ske för köpta och sålda fastigheter under året så att ett representativt överskott ställs mot fastighetsinnehavet per balansdagen om det är fråga om siffror för ett helt fastighetsbolag.

När det gäller tomträttsavgälder bör observeras att de som tillämpar IFRS i koncernredovisningen numera normalt redovisar kostnader för tomträttsavgäld som finansiell kostnad i koncernredovisningen i enlighet med regler i IFRS 16 - Leasing. Följaktligen ingår i dessa fall inte tomträttsavgälden bland fastighetskostnaderna och belastar därför inte "driftnettot/driftöverskottet" i resultaträkningar upprättade enligt IFRS. Kostnader för central administration ingår ej i driftnettot. Beträffande vad som ingår i central administration, se bilaga "Nomenklaturlista" till denna rapport.

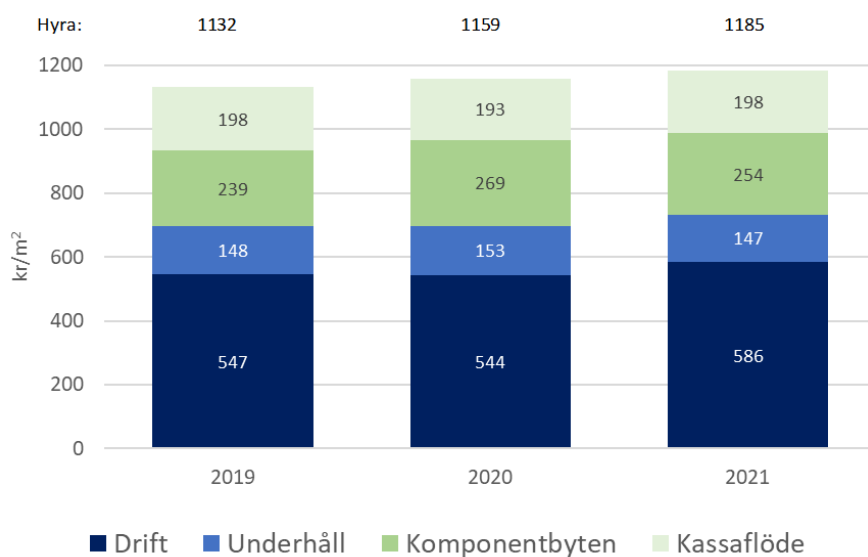
För att överensstämja med ovanstående kan ett korrekt driftnetto inte klassificeras som "Hyresintäkter minskat med fastighetskostnader (drift, underhåll, fastighetsskatt och eventuell tomträttsavgäld)". Detta följer bl.a. av att olika redovisningsregler definierar på olika sätt vad som ska kostnadsföras i resultaträkningen som reparationer och underhåll respektive aktiveras som tillgångar i balansräkningen. Exempelvis ska normalt ett fasadbyte eller en takomläggning, till samma standard som innan åtgärderna genomfördes, kostnadsföras vid tillämpning av Bokföringsnämndens (BFN) så kallade K2-regelverk (BFNAR 2016:10). Samma åtgärder borde normalt aktiveras vid tillämpning av Bokföringsnämndens K3-regelverk (BFNAR 2012:1) och internationell redovisningsstandard (IFRS). Beträffande IFRS, se IAS 16 (2023) och IAS 40 (2023). Detta beror på att K3 och IFRS har en komponentansats i stället för en förbättrings-/prestandahöjandeansats när det gäller gränsdragningsfrågan gällande underhållskostnad eller investering. Se ytterligare beskrivningar i exempelvis Nordlund (2021) eller Sveriges Allmännyttan (2020) i den nyss nämnda frågan. Annorlunda uttryckt, kassautflödet för att bibehålla fastigheternas långsiktiga attraktivitet, skick/avkastningsförmåga kan inte avläsas enbart ur en resultaträkning och framför allt inte för de fastighetsbolag som tillämpar K3 och IFRS. Även ändrad praxis gällande redovisning av tomträttsavgälder som togs upp ovan i och med införandet av IFRS 16 leder till att s.k. "driftnetton" hämtade från resultaträkningar inte stämmer med driftnettobegreppet som det definieras i beskrivning ovan eller nomenklaturlistan till denna rapport.

Exempel på andra källor som tar upp frågan eller belyser problematiken med att i externredovisningshandlingar läsa av kassaflödesbaserade driftnetton och/eller behov av

tilläggsupplysningar när det gäller ersättningsinvesteringar är EPRA (2022)<sup>11</sup>, Nordlund (2014) samt Young et al (2017). Så som informationen för närvarande ges av fastighetsbolag i Sverige så är det normalt svårt att på ett enhetligt sätt läsa ut ur årsredovisningar hur stora belopp som går till den typ av återinvesteringar i befintliga fastigheter, vilket efterfrågas i källorna som angetts i detta stycke. Ett undantag i denna studie är John Mattson som i sin årsredovisning 2022 i not 13 skiljer tydligt mellan investeringar i befintliga fastigheter och i nybyggnation.

I detta sammanhang bör också noteras att IAS 40 p 76 anger att upplysningar ska lämnas om aktiverade belopp hänförligt till förvaltningsfastigheter. Upplysningarna ska i korthet delas upp på bl.a. förvärv av fastigheter, tillkommande utgifter hänförliga till förvaltningsfastigheter och sådana fastigheter som tillkommit genom rörelseförvärv.

I figur 6.1 visas utfall för bostadsförvaltning baserat på statistik från Sveriges Allmännyttas (2022) avseende drift, kostnadsfört underhåll och aktiverade komponentbyten för perioden 2019 till 2021. Statistiken omfattar 770 000 lägenheter och visar att drygt 240-270 kr per kvadratmeter aktiveras som komponentbyten årligen utöver det kostnadsförda underhållet på cirka 150 kr per kvadratmeter.

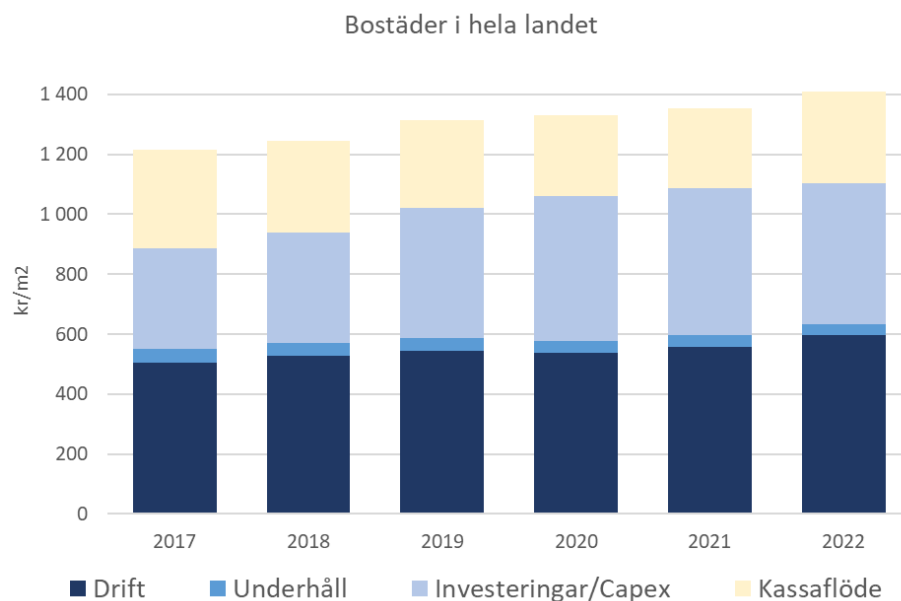


Figur 6.1. Drift (inkl. fastighetsavgift och i förekommande fall tomträtsavgäld), underhåll, komponentbyten, kassaflöde och hyra i Allmännyttiga bostadsföretag. Källa: Sveriges Allmännyttas (2022)

Statistik för privata fastighetsägares bostadsförvaltning redovisas av MSCI. I denna uppgår årliga investeringar (capex) till drygt 400 kr per kvadratmeter, medan endast 40 kr per

<sup>11</sup> Se särskilt de upplysningar som behövs när det gäller olika typer av investeringar i det befintliga fastighetsbeståndet (Capex).

kvadratmeter rapporteras som kostnadsfört underhåll, se figur 6.2. Underlaget för denna statistik är cirka 100 000 bostadslägenheter i landet.

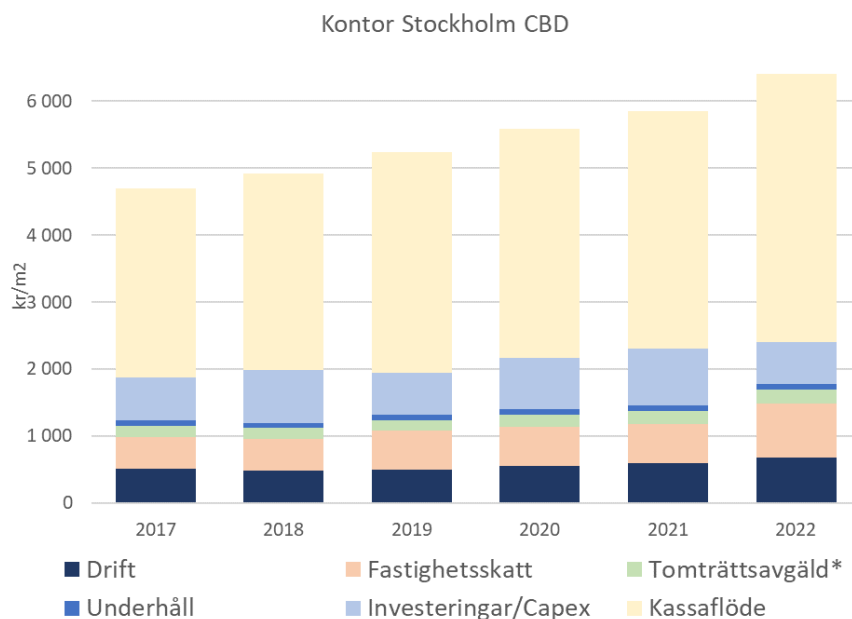


Figur 6.2. Drift (inkl. fastighetsavgift och i förekommande fall tomträttsavgäld), underhåll, investeringar och kassaflöde för bostäder i hela landet. Källa: MSCI

Statistik från förvaltning av kontor för perioden 2017 till 2022 illustreras i figur 6.3. Underliggande data kommer från MSCI och baseras på ett åttiotal kontorsfastigheter i Stockholm CBD med en total lokalarea på cirka 1 miljon kvadratmeter. För dessa kontor aktiveras 600 till 850 kr per kvadratmeter årligen utöver det kostnadsförda underhållet på cirka 80 kr per kvadratmeter.

Att utbetalningarna kraftigt överstiger det som rapporteras som kostnader i fastighetsförvaltning får i sin tur till följd att "driftnetton" som de eventuellt redovisas i resultaträkningar överskattar driftnettot i enlighet med de definitioner som hänvisades till ovan. Vidare blir nyckeltal som räntetäckningsgrad överskattade om detta mått definieras som driftnetto (härlett ur resultaträkningar) dividerat med räntekostnader/-utbetalningar eller liknande, vilket är vanligt bland olika aktörer i och runt fastighetsbranschen.

Det vi inte kan säkerställa i redovisad statistik avseende fastighetsförvaltning från olika källor är dock om det som rapporteras som komponentbyten eller investeringar (Capex) även skulle kunna innehålla sådana investeringar som avsevärt förbättrar fastigheten och inte bara utgör komponentutbyten med återställande av ursprunglig prestanda. Nybyggnad, tillbyggnad eller mera omfattande projekt ska dock inte kunna ingå i den redovisade posten.



\* Tomträttsavgäld är ett genomsnitt för alla fastigheter och tomträtter i underlaget

Figur 6.3. Drift, underhåll, investeringar och kassaflöde för kontor Stockholm CBD. Källa: MSCI

## 6.3 Från årsredovisningarna

### *Kassaflödesmetoder dominerar för förvaltningsfastigheter*

I teoriavsnittet ovan framgick att det är lite vacklande terminologi när det gäller vad som egentligen är en ortsprismetod och vad som egentligen är en avkastningsbaserad metod (kassaflödesmetod). I alla årsredovisningar sägs att externa värderare använder en kassaflödesmetod för att värdera bebyggda förvaltningsfastigheter, när hänvisningar funnits till att externa värderare anlitas. De flesta säger att de även använder den metoden i sina interna värderingar. Metoden beskrivs allmänt som att kassaflödet (exkl. lån och betalningar av finansiell karaktär som räntor och amorteringar) bedöms för ett antal år framåt och att ett restvärde uppskattas vid periodens slut. Detta restvärde beräknas som en evighetskapitalisering av driftnettot i slutet av perioden. På den sista punkten finns några skillnader där vissa använder det sista året i kalkylperioden medan vissa använder det första året efter kalkylperioden.

Den vanligast kalkylperioden är 10 år, eller en längre kalkylperiod om det finns längre kontrakt. Något fastighetsbolag använder 5 år, och något säger att 10 till 20 år används, men av sammanhanget framgår att 10 år dominerar även i det fastighetsbolaget. Ett fastighetsbolag använder en 15 årig kassaflödesmetod.

Ser vi på de olika komponenterna i kalkylen varierar omfattningen av vad som redovisas. Vissa fastighetsbolag redovisar antaganden i en tabell som t.ex. den nedan som är hämtad från K2As årsredovisning som återges i tabell 6.1, medan andra redovisar antaganden i texten och då inte alltid alla antaganden.

**Väsentliga icke observerbara  
indata för värdering till verkligt värde<sup>1</sup>**

2022-12-31	Samhälls- fastigheter	Bostäder
Förväntad normaliserad hyra år 16, kr/kvm	2 681	3 256
Aktuell hyra, kr/kvm	1 919	2 352
Återstående längd på hyreskontrakt, år	7,6	e.t
Förväntad långsiktig vakans år 16, %	3,3	1,5
Aktuell vakans, %	4,6	2,0
Förväntat normaliserat driftsnetto år 16, kr/kvm	2 193	2 282
Diskonteringsränta, %	7,6	5,9
Direktavkastningskrav för bedömning av restvärde år 16, %	5,4	3,7

Tabell 6.1. Tabell ur Årsredovisning 2022 för K2As årsredovisning (s. 150)

Ett annat exempel på en sådan redovisning finns i John Mattsons årsredovisning som återges i tabell 6.2.

Värderingsantaganden	2022-12-31	2021-12-31
Kalkylperiod, antal år	10-15	10-15
Årlig inflation, %	2,0	2,0
Kalkylränta, %	4,0-8,5	3,7-7,5
Direktavkastningskrav restvärde, %		
Bostäder, %	1,9-5,9	1,7-3,8
Kommerciellt, %	3,2-6,3	2,7-5,5
Långsiktig vakansgrad, %		
Bostäder, %	0,0-4,8	0,0-4,8
Kommerciellt, %	0,5-5,5	0,5-5,7

Tabell 6.2 Tabell ur Årsredovisning 2022 för John Mattsons årsredovisning (s 74)

Det kan noteras att i Årsrapport 2022 från Nämnden för svensk redovisningstillsyn anser man att det bör finnas redovisning som den i tabell 6.1 ovan med tämligen exakta siffror. Man anmärker både på fastighetsbolag som inte redovisar alla antaganden på ett överskådligt sätt och fastighetsbolag som redovisar breda intervall för centrala variabler som i tabell 6.2 ovan. De har också synpunkter på att vissa fastighetsbolag inte redovisar bestånd och antaganden tillräckligt uppdelade.

I de följande avsnitten beskrivs hur fastighetsbolagen hanterar olika komponenter i kalkylen.

## *Hyrer - Lokaler*

Utgångspunkter är i regel faktiska hyresintäkter även om en "normalisering" kan göras om det är några speciella omständigheter det aktuella året. En central fråga är hur hyrorna antas utvecklas de kommande åren. Det vanligaste är att säga att kontorshyrer antas följa inflationen under kontraktperioden och att det för perioden därefter sker en bedömning av marknadshyran. Ett vanligt antagande är att dagens marknadshyra uppräknas med antagen inflation till det år i framtiden då kontraktet löper ut. Dock har det framkommit att det i vissa fall diskuteras och bedöms om det nyss beskrivna alltid är relevant i dagens situation. Bakgrunden till detta är de höga hyresjusteringar som blivit följden av den höga inflationen under föregående år och den förväntat fortsatt höga inflationen en bit in i framtiden. Hyreshöjningar som kan leda t.ex. till konkurser inom vissa sektorer vilket kan få fastighetsbolagen att reducera hyreshöjningarna.

Texterna om de framtida hyrorna är mycket kortfattade. I några fall nämns att den hyresnivå som nås på kort sikt pga. uppräkning i takt med ett högt inflationsantagande knappast är hållbar på sikt. Det finns inga kommentarer om strukturförändringar på kontorsmarknaden, t.ex. mindre lokalbehov pga. att fler arbetar hemma några dagar i veckan.

Fastighetsbolagen redovisar i regel antaganden om långsiktiga vakanser där 4 procent är en vanlig siffra.

## *Hyrer - bostäder*

Även här är kommentarerna kortfattade och det vanliga är att anta att hyrorna följer inflationen, som i kalkylerna på något eller några års sikt antas gå ner till 2 procent. I flera fall redovisas ingen information om hur bostadshyrorna antas utvecklas. Inga kommentarer görs om läget i de pågående hyresförhandlingarna eller kring den dom i Svea Hovrätt 2022 som begränsade hyreshöjningarna i bestånd som har s.k. presumtionshyror i nyproducerade hyresbostäder. Denna dom har väckt mycket uppmärksamhet i branschen. Inga kommentarer finns heller om förekomsten av andra alternativa hyressättningsmodeller som så kallade egensatta hyror eller normhyra vid investeringsstöd som också skiljer sig jämfört med hyressättning enligt bruksvärdessystemet.

## *Drift- och underhållsbetalningar*

I och med att underhåll kan variera ganska mycket mellan olika år så är det i en högre grad en fråga om en normalisering av denna post, även om faktiska kostnader för den aktuella fastigheten fortfarande är utgångspunkten. Här hänvisas ibland även till mer övergripande branschdata om t.ex. schabloner rörande normala underhållskostnader som är vedertagna för värdering, s.k. marknadsmässiga drift- och underhållskostnader.



Kostnaderna antas i regel stiga med inflationen. Inflationen antas per december 2022 i regel ligga på 4 procent under 2023 och sedan falla till 2 procent.

### *Komponentbyten/ersättningsinvesteringar och hyresgästanpassningar*

Några fastighetsbolag anger att information om fastighetsbolagets planerade investeringar och framtida hyresgästanpassningar för vakanta lokaler beaktas i kassaflödeskalkylerna, men i de flesta fall nämns inte att antaganden görs om ersättningsinvesteringar, komponentbyten eller hyresgästanpassningar. Att dessa utbetalningar för investeringar regelbundet förekommer och utgör betydande belopp framgår klart av figurerna 6.1 till 6.3.

### *Kalkylränta och avkastningskrav*

Terminologin här är inte helt enhetlig, men man kan i vilket fall som helst skilja mellan den kalkylränta (det totalavkastningskrav eller diskonteringsränta) som används för att diskontera driftnetton under kalkylperioden och det beräknade restvärdet i slutet av kalkylperioden respektive det direktavkastningskrav som används för att beräkna restvärdet utifrån.

Några fastighetsbolag redovisar tabeller som den nedan med tillämpade kalkylräntor/ direktavkastningskrav, medan andra redovisar information i löpande text. I det senare fallet ges ibland bara övergripande intervaller och inte uppdelat på fastighetstyper och orter. Tabellen som återges i tabell 6.3 är från Corem. Det kan dock noteras att intervallen för direktavkastningskraven är stora inom vissa segment/regioner.

#### FASTIGHETSINNEHAV OCH VÄRDERING VERKLIGT VÄRDE

Segment	Verkligt värde, mkr	Antal fastigheter	Hyresvärde, mkr <sup>1)</sup>	Ekonomisk uthyrningsgrad, %	Uthyrningsbar yta, tkvm	Kalkylränta, %	Direktavkastningskrav, %	Direktavkastningskrav, snitt %
Region Stockholm	30 686	111	2 062	86	1 021	5,4–11,2	3,2–9,0	5,1
Region Stockholm Logistik	8 591	90	628	96	462	6,3–8,8	4,0–6,6	5,2
Region Öst	11 931	118	929	91	767	5,7–10,0	3,5–7,8	5,8
Region Väst	12 150	125	948	89	780	6,2–12,7	3,7–10,0	5,7
Utländ – Köpenhamn	7 942	10	301	95	158	5,3–8,5	3,3–6,5	3,9
Utländ – New York <sup>1)</sup>	7 087	4	72	100	7	6,3–6,8	4,8–5,3	4,9
<b>Totalt</b>	<b>78 387</b>	<b>458</b>	<b>4 940</b>	<b>89</b>	<b>3 195</b>	<b>5,3–12,7</b>	<b>3,2–10,0</b>	<b>5,2</b>
<i>varav</i>								
Förvaltningsbestånd	66 732	419	4 595	91	2 985	5,3–10,0	3,3–7,8	5,2
Förädlingsbestånd	11 655	39	345	70	210	5,4–12,7	3,2–10,0	5
<b>TOTALT</b>	<b>78 387</b>	<b>458</b>	<b>4 940</b>	<b>89</b>	<b>3 195</b>	<b>5,3–12,7</b>	<b>3,2–10,0</b>	<b>5,2</b>

1) Hyresvärde, Ekonomisk uthyrningsgrad och Uthyrningsbar area avser aktiva hyresavtal.

Tabell 6.3. Tabell ur Årsredovisning 2022 för Corem (s 58)

När det gäller vad avkastningskravet/räntekravet som används i kassaflödesanalyser bygger på, hänvisar de allra flesta i årsredovisningarna till att det härletts från (transaktioner på)

marknaden och/eller bygger på en ortsprismetod. Som diskuterades i teoriavsnittet är detta inte något som egentligen kan göras för en kalkylränta i en kassaflödesanalys, och läser man texterna framgår också att man anger att fastighetsbolaget/värderarna har god kunskap om hur marknaden fungerar och hur olika investerare resonerar. Flera fastighetsbolag hänvisar till att de är aktiva på transaktionsmarknaden och att de skaffar sig kunskap om genomförda transaktioner av liknande fastigheter. Genom den information de får på detta sätt anser de sig ha en god bild av avkastningskrav och värdenivåer. Det hänvisas även t.ex. till de externa värderarnas marknadskunskap och erfarenheter och till värderarnas tolkning av hur investerare och andra aktörer resonerar och verkar.

Många skriver också att om det är ont om transaktioner på den aktuella marknaden så ser de på andra liknande marknader/orter (en så kallad utökning av ortsprisområdet). Flera nämner att de även använder information från icke genomförda transaktioner. Något enstaka fastighetsbolag hänvisar till att de tar hänsyn till makroekonomiska faktorer när de bedömer vad som är rådande avkastningskrav.

Kalkylräntan anges ibland som antaget (real) avkastningskrav plus genomsnittlig inflation, eventuellt med justering för de säkra kassaflöden som erhålls från hyresgäster med obefintlig risk för betalningsinställelse som stat och kommun.

Många av de utvalda fastighetsbolagen redovisar i årsredovisningar genomsnittligt antaget marknadsmässigt direktavkastningskrav (för bebyggda förvaltningsfastigheter) och det varierar mellan t.ex. 3,7 procent och 5,0 procent. En variation som kan spegla skillnader i vilka bestånd som fastighetsbolaget innehar. I tabellen som redovisades ovan är ju spridningen betydande både mellan och inom fastighetstyper och orter.

Något fastighetsbolag anger att de stigande räntorna på finansieringsmarknaden hittills bara haft en begränsad effekt på marknadens avkastningskrav.

Det kan vidare noteras att de flesta angivit 4 procent som antagen inflation för 2023 i värderingen per december 2022. Om alla indata antas följa inflationen är dock effekten på bedömt värde av ett eventuellt för lågt inflationsantagande begränsat.

### *Direktavkastningsmetod används av vissa vid interna värderingar*

Några fastighetsbolag använder en nettokapitaliseringsmetod vid interna värderingar, dvs att fastighetens värde fastställs som ett (normaliserat) driftnetto dividerat med ett marknadsmässigt direktavkastningskrav. Något fastighetsbolag anger explicit att de ser detta som en ortsprismetod.

De direktavkastningskrav som då används har bedömts på samma sätt som avkastningskraven i kassaflödesanalyserna ovan, det vill säga med en första utgångspunkt i

transaktionsmarknaden för likartade fastigheter men med eventuell justering för vad som framkommit på olika sätt i deras kontakter med marknadsaktörer.

### *Andra metoder används för mark och projektfastigheter (inkl. pågående projekt)*

De allra flesta anger att de använder ortsprismetod för att värdera mark (byggrätter). För projektfastigheter och pågående projekt används också en metod som innebär att värdet bestäms av skillnaden mellan värdet på den färdiga fastigheten och de kostnader som återstår för att färdigställa projektet. Detta kallas ibland för en exploateringskalkyl eller en projektkalkyl.

Här bör betonas att osäkerheten vid värdering av mark och projektfastigheter blir extra stor. Eftersom det är få transaktioner och heterogena objekt bör osäkerheten vid användning av ortsprismetoden vara betydande. De s.k. exploateringskalkylerna är osäkra i tidiga skeden därför att värdet bestäms som skillnaden mellan två stora och osäkra tal (värdet av den färdiga fastigheten och återstående kostnader). Inget fastighetsbolag kommenterar de stigande byggkostnaderna (och osäkrare priser) under 2022 och hur det påverkar värdet av mark och projektfastigheter. Inga kommentarer görs om osäkerheten i just dessa kalkyler.

Ett fastighetsbolag anger att de vid värdering av pågående projekt använder det lägsta av byggrättens värde plus nedlagda kostnader och värdet i färdigt skick minus kvarstående investeringar.

Om en kombination av externa och interna värderingar utförs i fastighetsbolaget verkar fokus på beskrivningen ligga på hur de externa värderingarna har utförts och vilka antaganden som de externa värderarna gjort. Den interna värderingen kommenteras då i mycket begränsad omfattning.

En ytterligare notering med koppling till värdebegrepp och värderingsmetoder är följande. Det förekommer lydelse i några årsredovisningar som skapar osäkerhet kring vad som avses med använt begrepp. Detta är en fråga som kan aktualiseras när det beskrivs att fastighetsbolaget tar fram ett avkastningsvärde som sedan ligger till grund för verkligt värde. Se ovan distinktionen mellan individuella avkastningsvärden och marknadsvärden/verkliga värden i avsnitt 5.1 och 5.2. Vår bedömning är att det i årsredovisningar som uttrycker värderingsprocessen på nyss nämnda sätt kan det ha skett en sammanblandning mellan värderingsmetod och värdebegrepp. Sannolikt har en inkomst-/avkastningsbaserad metod använts för att bedöma verkligt värde.

## *Uppdateringsstrategier*

I årsredovisningarna finns ingen information om vad som krävs för evidens för att värden ska förändras i en viss riktning. Sannolikt ser man detta som de externa värderingsföretagens problem.

### **6.4 Information från intervjuerna**

När det gäller värderingsmetoder klarlades i vissa fall vilka metoder som användes internt och vad som användes vid externa värderingar. Det framkom även tydligare i hur hög grad man använde direktavkastningsmetod och kassaflödesmetod och vilken roll de spelar. Även i intervjuerna framkom dock oklarheter om vilken metod som användes och/eller vad ett visst sätt att värdera ska kallas. Flera fastighetsbolag var mycket tydliga med att externa värderingar enbart var input i de interna värderingarna, som var de värderingar som styrde vilket verkligt värde som redovisades.

En annan punkt där skillnader tydliggjordes var för fastigheter där högsta och bästa användningen av en fastighet kan avvika från nuvarande användningen och under vilka omständigheter som högre värde i alternativ användning räknades in. Något fastighetsbolag sa att de inte gjorde detta förrän det fanns en laga-kraft-vunnen detaljplan, medan andra gjorde det steg för steg i takt med att de bedömde att utfallet blev säkrare.

En kommentar från intervjupersonerna rörde sambandet mellan hur driftnetto beräknas och direktavkastningskravets storlek, t.ex. att när administration inte tas med som kostnad/utbetalning i värderingskalkylen så justeras direktavkastningskravet upp. Detta är något som rimligen komplicerar slutsatser vid analys av observerade transaktioner, eftersom det behövs detaljerad information om hur det aktuella fastighetsbolaget beräknat sitt driftnetto. Flera fastighetsbolag nämnde också att det var svårt att få relevant information om villkoren i många transaktioner som sker på fastighetsmarknaden.

I något fall framkom vid intervjuerna också information om värderingsmetoder och hur dessa tillämpas som inte stämmer fullt ut med vad som beskrivs i årsredovisningen.

När det gällde vad fastighetsvärderingar grundas på var intrycket att intervjupersonerna i något högre grad betonade kvalitativa faktorer, dvs att värderingarna byggde på värderarnas allmänna kunskap om branschen och det omfattande kontaktnät de hade bland investerare och andra aktörer i branschen. En kommentar var också att även om fastighetsbolaget själv inte hade evidens från faktiska transaktioner så antog de att de externa värderarna hade det och använde denna evidens i sina värderingar.

Några av fastighetsbolagen framförde att de hade "starka egna uppfattningar" om vad direktavkastningskravet var på olika marknader. På tunna marknader handlade det mycket om sunt förnuft och rimlighetsbedömningar. Det nämndes av några respondenter att

enstaka transaktioner på mycket höga nivåer inte fick slå igenom helt och att man var något konservativ i interna värderingar. Intervjuerna ger i dessa fall intrycket att de interna uppfattningarna normalt gäller före exempelvis externa värderares uppfattningar om exempelvis avkastningskrav eller värdenivåer på marknaden.

Fastighetsbolag som har bostäder med presumtionshyror eller egensatta hyror i nyproduktion nämnde i intervjuerna att de tillämpat lite högre direktavkastningskrav på dessa som följd av en dom om att hyrorna i dessa fastigheter inte får höjas lika mycket som i andra under ett antal år i framtiden.

Det framkom vid intervjuerna att i flera av fastighetsbolagen görs avstämningsmöten med de externa värderarna för att ge synpunkter på de preliminära värdena och diskutera antaganden, s.k. draft valuation meetings, se exempelvis Baum et al (2000).

Två fastighetsbolag kommenterade hur ny information beaktas vid värderingar. I båda fallen nämndes en skillnad mellan värderare i Sverige och värderare i ett annat land där innehav av fastigheter finns, där värderare i annat land sades justera ner värdet på fastigheter även om det inte fanns direkt evidens från transaktionsmarknaden. En rimlig tolkning av detta är att i Sverige krävde värderarna alltså normalt mer evidens från transaktionsmarknaden för att vara beredda att sänka värdet.

Ett fastighetsbolag framförde i intervjun att information i pressreleaser avseende transaktioner på fastighetsmarknaden i allmänhet inte är transparenta. De framförde bl.a. att det kunde vara oklart vad "pris i linje med bokfört värde" betyder. Kan det exempelvis vara 10 procent avvikelser? Ett förslag i intervjun var om börsen eller Finansinspektionen anser att detaljer i pressmeddelanden är ett problem så borde det gå att reglera genom ändrad praxis kring kommunikationsinnehåll och kanske reglera detta i noteringsavtal.

## **6.5 Kommentarer och slutsatser**

### *Kommentarer om den aktuella situationen och om hållbarhet*

Vi noterade ovan att det fanns enstaka kommentarer om att de indexuppräknade hyrorna knappast kommer att motsvara marknadshyran när kontrakten löper ut och att hyrorna då kan behöva sänkas. Inga siffror anges i årsredovisningar om hur stora sänkningar som kan vara aktuella. Som nämndes ovan finns inga kommentarer om strukturella förändringar och annat som kan påverka efterfrågan på exempelvis kontorslokaler.

Ett fastighetsbolag ger dock uttryck för viss försiktighet när det i pågående projekt enbart värderar till markkostnad och nedlagda kostnader, dvs de har inte tagit med förväntad vinst vid färdigställandet.

Det nämndes ovan också att när mark- och byggrätter värderades fanns inga kommentarer om effekter av högre räntor på efterfrågan av nybyggda fastigheter/bostadsrätter eller effekter av byggkostnadsökningar på markvärden. Ett fastighetsbolag kommenterar att stigande hyror har gjort att byggrätter uppvärderats

Endast ett fastighetsbolag kommenterar (kortfattat) att klimatförändringar kan påverka fastighetsvärdena i framtiden. Sådana diskussioner finns dock både bland finansiärer och inom forskningen. Ett annat fastighetsbolag pekar på att negativ miljöpåverkan kan påverka framtida intäkter och möjligheter till finansiering och ett tredje redovisar att de genomför en klimatriskinventering av fastighetsbeståndet. Den gemensamma bedömningen var dock att hållbarhetsfaktorer som inte direkt påverkar driftnettot (ännu) inte påverkar de uppskattade marknadsvärdena.

### *Om evidens för uppskattade värden*

Oavsett vilken metod som används finns uppenbara problem när det gäller evidensen för centrala parametrar. Problem kan illustreras med uppskattningen av ett direktavkastningskrav.

- Svårighet att analysera genomförda transaktioner, dvs att bedöma vilket direktavkastningskrav som objektet handlades till. Transaktioner genomförs som bolagsaffärer och ibland köps flera objekt och - som vi återkommer till i kapitel 7 - verkar sidovillkor vid transaktioner ha ökat. Allt detta gör att det är svårt att bedöma vad som verkligen betalades för den underliggande tillgången utifrån marknadsmässiga villkor. De svårigheter som diskuterades ovan rörande uppskattningen av driftnettot komplicerar också analysen av vad det "egentligen" var för direktavkastning.

- Även om det skulle vara möjligt att veta vad direktavkastningskravet var i genomförda transaktioner så är antalet transaktioner i nuläget relativt litet. Eftersom det finns egenskapsskillnader mellan fastigheterna leder få transaktioner till att det är svårare att bedöma hur marknadens avkastningskrav för den aktuella fastigheten förhåller sig till direktavkastningskraven i de genomförda transaktionerna.

I både årsredovisningar och intervjuer framkom att mer kvalitativ och icke-offentlig information hos fastighetsbolag och värderare spelar stor roll vid uppskattningen av marknadsvärdet för en fastighet. Det ligger i sakens natur att detta är information som är svår att verifiera.

En fråga som kan behöva få mer uppmärksamhet är det som kallas uppdateringsstrategier, dvs vilken typ av information som ska anses vara tillräckligt för att dra slutsatsen att ett värde har ändrats. Det finns indikationer på att värderarna, både interna och externa, ställer höga krav – t.ex. flera transaktioner på lägre nivåer - innan man är beredd att sänka värden.

## *Om begreppet driftnetto som är kopplat till direktavkastning*

En viktig fråga när det gäller transparensen på fastighetsmarknaden är hur driftnetton/driftöverskott ska rapporteras både i samband med transaktioner och i finansiella rapporter men möjligen även i fastighetsvärderingar. Räckle, Eurenus-Edlund, Heving & Westerling-Stockenstrand tar i en artikel upp att kostnader för periodiskt underhåll är alldeles för låga i fastighetsvärderingar enligt deras bedömning, se Räckle et al (2022). Författarna till den nyss nämnda artikeln är värderingschefer och representerar tre olika större banker. Frågan om vilka krav som behöver ställas för att något ska kunna kallas för ett driftnetto/driftöverskott har även betydelse för bedömning av räntetäckningsgrader vid bl.a. kreditgivning och i förlängningen även vid bedömning av finansiell stabilitet. De drift- och underhållskostnader som redovisas i resultaträkningen i de undersökta fastighetsbolagen är normalt väsentligt lägre än de utbetalningsnivåer avseende drift- och underhåll som redovisades ovan i avsnitt 6.2 och figurerna 6.1-6.3. Vi har ovan och i bifogade nomenklaturlista (bilaga 1) tagit upp definitioner av driftnetto, fritt operativt kassaflöde m.m. Vi har även i detta sammanhang hänvisat till EPRA (2022) där de tar upp hur upplysningar och uppdelningar borde ske i finansiella rapporter när det gäller investeringar i fastighetsbestånd som rapporteras i finansiella rapporter. I korthet skulle investeringarna i not till balansräkningen behöva delas upp på sådana investeringar som ökar uthyrbar area (förvärv, nybyggnation och tillbyggnation) och sådana investeringar som utgör ersättnings-/återinvesteringar i befintligt fastighetsbestånd. En allmän, men viktig, reflektion är att redovisning av driftnetto enligt vår uppfattning borde ske i form av tilläggsupplysningar i finansiella rapporter i stället för att försöka redovisa detta viktiga mått i resultaträkningar. De försök som görs att redovisa driftnetton i resultaträkningar leder fram till att "driftnettot" blir en följd av redovisade intäkter och kostnader och inte in- respektive utbetalningar, vilket det borde vara enligt de definitioner vi redogjort för ovan i avsnitt 6.2 samt i nomenklaturlistan i bilaga 1 till denna rapport. Ett driftnetto baserat på intäkter och kostnader (redovisade i resultaträkningar) leder i sin tur normalt till överskattningar av driftnetton och upplevda direktavkastningar från fastighetsinvesteringar.

## 7. Iakttagelser från erhållna värdeutlåtanden

I detta kapitel ges en sammanfattande information om iakttagelser som skett i samband med att vi fått tillgång till värdeutlåtanden från några av respondentföretagen.

### 7.1 Inledning

Vi har fått huvudutlåtande från fem av fastighetsbolagen och ett par värderingar av enskilda objekt från ett av de utvalda fastighetsbolagen. I de båda följande avsnitten beskrivs vad som framkommit vid en genomgång av dessa dokument.

### 7.2 Huvudutlåtanden för fastighetsvärderinguppdrag

De studerade utlåtanden är i regel 10 till 15 sidor långa, några är dock under 10 sidor. I de versioner vi fått tillgång till redovisas inte det uppskattade värdet för de enskilda fastigheterna. I bilaga 3 finns kort beskrivning av strukturen i ett typiskt huvudutlåtande.

Några sidor i utlåtandena ägnas åt övergripande information om utvecklingen i ekonomin och samhället. I ett fall anges att den större osäkerheten globalt och lokalt har lett till att osäkerhetsintervallet har ökat från +/- 5 procent till +/-7,5 procent. I övriga utlåtanden dras inte några direkta slutsatser från denna analys till antaganden i värderingar. Information presenteras också kortfattat om utvecklingen på olika delmarknader, men även här i regel utan direkta kommentarer om hur informationen påverkat värderingarna.

I utlåtandena finns vidare kortfattad information om vilka metoder som använts och specifika antaganden som gjorts i värderingarna, t.ex. rörande inflation, beräkning av driftnetto och avkastningskrav.

Information ges vidare om vilket underlag värderingsföretaget fått från fastighetsägaren och huruvida besiktningar har gjorts. Det vanliga verkar vara att fastigheter besiktigas enligt ett rullande schema över en tre-årsperiod om det är samma företag som gör värderingen. I vissa sägs explicit att ingen mer ingående kontroll av data har gjorts utan bara en rimlighetskontroll.

I några fall anges explicit att värderingarna utförts i enlighet med värderingsstandarder från IVS, RICS och i något fall EVS.

Ett par av utlåtandet betonar särskilt värderingsdatumet med hänvisning till den osäkra situationen, rimligen för att förmedla att värdet kan komma att förändras relativt snabbt.



I ett utlåtande presenteras en lista på genomförda transaktioner för relevanta objekt. Av listan framgår att det är en mycket stor spridning i de bedömda direktavkastningskraven. Det anges att i värderingarna varierar räntekravet från 4,0 procent till 8,5 procent.

I ett utlåtande finns en lista på byggrätter som fastighetsbolaget äger och där framgår att en rad av byggrätterna värderats utifrån antagandet att det finns en lagakraftvunnen detaljplan även om en sådan ännu inte finns.

Det kan också konstateras att flera utlåtande anger att bedömningen av värdet försvåras av att det är få transaktioner och att olika sidovillkor (hyresgarantier, säljarreverser mm) blivit vanligare.

I ett av erhållna värdeutlåtanden hänvisas till att värdering baserad på ortsprismetod i vissa situationer måste kompletteras med en bedömning av marknadsaktörernas beteenden, så kallad marknadssimulering<sup>12</sup>.

### **7.3 Utlåtanden rörande enskilda fastigheter**

Vi har bara haft tillgång till två värderingar av enskilda fastigheter och båda hör till samma fastighetsbolag. Värderingarna är dock gjorda av olika värderingsföretag. Självklart har vi inte information som gör det möjligt att bedöma deras kvalitet mer i detalj. I ett av fallen anges att det är en förenklad värdering

I båda fallen är värderingen baserad på en kassaflödesanalys och i båda fallen antas - utan närmare diskussion i utlåtandet - att de totala intäkterna och driftnettot stiger kontinuerligt under perioden. Alla intäkter är dock inte kontrakterade.

Ingen information ges om vad direktavkastningskravet grundas på. I en av värderingarna är det ett stort gap mellan kalkylränta och direktavkastningskrav vilket inte heller motiveras.

### **7.4 Kommentarer och slutsatser**

Inga av de externa värdeutlåtanden hänvisar till IFRS 13 eller tar upp begreppet verkligt värde i IFRS 13 (inklusive definition) samt verkligt värde-hierarkin i IFRS 13 (nivå 1-3) vilket borde vara naturligt om värderingsuppdragets syfte är att värdera för användning i

---

<sup>12</sup> Marknadssimulering som variant på värderingsmetod tas upp i Bejrums & Lundström, 1986. Där framförs bl.a. att värderaren behöver ha information om sannolik köpkategori, vilka kalkyler köpare gör, vilka potentiella användningsmöjligheter som finns för fastigheten samt hur konkurrenssituationen ser ut på marknaden.

finansiella rapporter som ska upprättas enligt IFRS. Inga diskussioner heller om begreppen entry price vs. exit price som finns i IFRS 13.

I allt väsentligt styrker genomgången av dessa värderingsdokument vad som framkommit i tidigare kapitel, särskilt att det är svårt att värdera fastigheter i en situation där det är få transaktioner, där transaktioner kan vara påverkade av sidovillkor och där det finns stor osäkerhet i den ekonomiska situationen.

## 8. Osäkerhet, "smoothing" och eftersläpningar i värderingar

I detta kapitel diskuteras frågor gällande osäkerhet i fastighetsvärderingar och därmed sammanhängande frågor.

### 8.1 Regelverk och teori

Hur säker en bedömning av sannolikt pris är beror - när en ortsprismetod används - på hur många (relevanta) jämförelseobjekt som finns och hur stor spridning det är i de observerade relationerna (exempelvis spridning i priser per kvm eller bedömda direktavkastningar). Används en direktavkastningsmetod blir uppskattningen av det sannolika priset t.ex. säkrare om det är fler objekt och en låg spridning i den uppmätta direktavkastningen för de genomförda transaktionerna.

En studie av värderingar i samband med den svenska fastighetskrisen noterade att spridningen i värderingar var relativt låg (Ekelid et al 1998). Även om flera olika metoder användes så tenderade värdena att hamna inom ett snävt intervall. Med tanke på objektens heterogenitet och ett relativt litet antal transaktioner borde man förvänta sig relativt stor spridning i värdebedömningarna. En rad värderingsexperiment har pekat på att det kan vara stor spridning i bedömda nivåer på marknadsvärden, även om de utgår från samma material.

Om de som arbetar inom en viss yrkesgrupp "tänker" på samma sätt och använder samma källor så kan man tänka sig att de kommer fram till ungefär samma värde även om den underliggande osäkerheten måste bedömas som relativt stor. Om bedömda värden diskuteras mellan personer inom ett företag kan man också förvänta sig att värderarna kommer till mer likartade bedömningar.

I olika sammanhang har studier genomförts avseende osäkerhet vid värdering av fastigheter. Studier har genomförts av karaktären "valuation variation" (olika fastighetsvärderare får värdera samma fastighet) och "valuation accuracy" (erhållet pris för fastigheter jämförs med tidigare bedömda marknadsvärden avseende fastigheter). I normalfallet kan, baserat på sådana studier, en osäkerhet om +/- 5-10 procent påräknas vid värdering av enskilda objekt<sup>13</sup>. Osäkerheten kan dock vara högre (men även lägre) i specifika fall. Crosby (2000) ger uttryck för tankarna att om marknadsvärdebedömningar skulle jämföras med faktiskt erhållna försäljningspriser skulle det kunna argumenteras för större osäkerhetsintervall än de nyss nämnda. I detta sammanhang kan det också framföras att det åtminstone i internationell domstolspraxis tagits hänsyn till osäkerhet vid

---

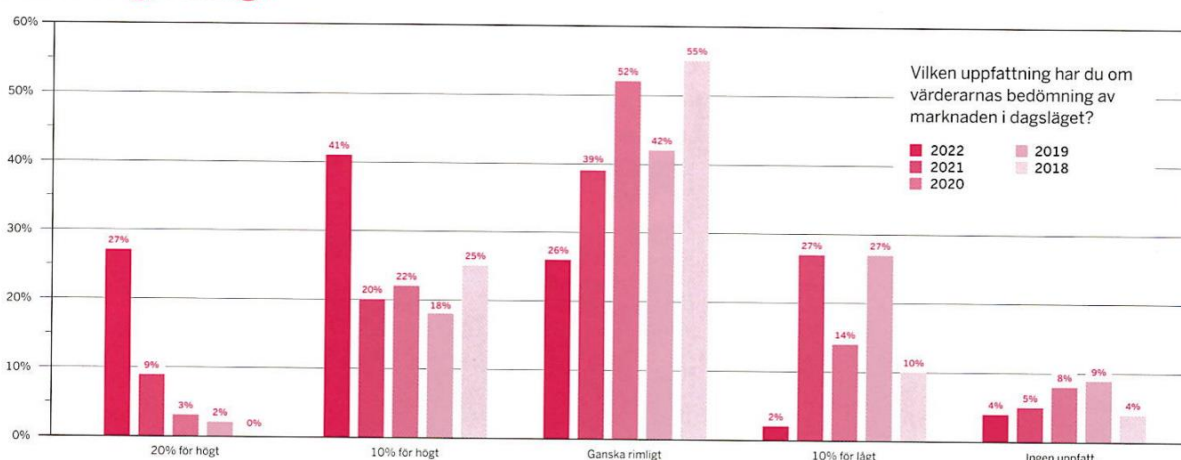
<sup>13</sup> Se bl.a. Bretten & Wyatt, 2000; Mokrane, 2002; Lundström & Gustafsson, 2006

fastighetsvärdering. I Storbritannien förekommer att "general guidelines" finns när det gäller acceptabla "margin of error" i olika värderingssituationer<sup>14</sup>:

- 5 % för "standard residential appraisal"
- 10 % för "more complex property or commercial property"
- 15 % eller högre för "special property (such as warehouse)"

Ytterligare några perspektiv på osäkerhet i fastighetsvärderingar kan hämtas från tidningen Fastighetsvärldens årliga Gallup, se figur 8.1 och 8.2, gällande branschaktörers uppfattningar om fastighetsvärderares bedömningsförmåga när det gäller nivåer på marknadsvärden samt vilka fastighetstyper som är svårvärderade.

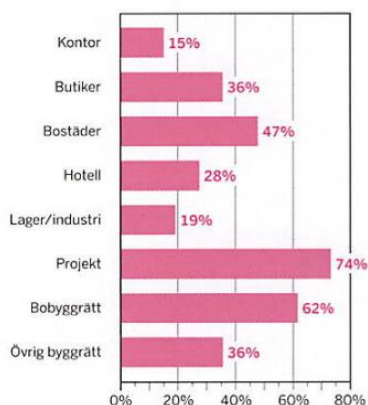
### Bedömningsförmåga



Figur 8.1. Resultat från tidningen Fastighetsvärldens värderingsgallup 2022 avseende upplevd bedömningsförmåga hos värderare. Källa: Fastighetsvärlden (2022).

<sup>14</sup> Christensen (2016)

## Vilka fastighetstyper är svårvärderade?



Figur 8.2. Fastighetsvärldens gallup avseende svårvärderade fastigheter 2022. Källa Fastighetsvärlden (2022)

En intressant iakttagelse när det gäller resultaten från ovanstående gallup är hur uppfattningarna skiljer sig mellan de studerade åren när det gäller om värderingarna ligger för högt eller för lågt utifrån de aktörers synpunkt som svarat på gallupen. År 2018 tyckte störst andel av de svarande att den bedömda värdenivån var rimlig. År 2022 tyckte den största andelen att värdenivån låg ungefär 10 procent för högt. Från gallupen kan också noteras att olika typer av värderingsobjekt bedöms vara behäftade med olika svårighetsgrad när det gäller att bedöma värdet. Jämför exempelvis kontor med projekt i figur 8.2

I den teoretiska litteraturen finns även diskussioner om s.k. flockbeteende på marknaden. Vissa källor tar upp att investerare på marknaden visar tendenser att följa och kopiera vad andra aktörer gör på marknaden och att detta kan styra deras investeringsbeslut i högre grad än deras egna oberoende analyser. Se exempelvis Banerjee (1992) eller Diaz & Hansz (2007).

IFRS 13 p 93 innehåller upplysningskrav om hur känslighet/osäkerhet i olika inputs i värderingsmodeller kan påverka det bedömda verkliga värdet.

## 8.2 Några observationer från marknaden

Kontakter med olika aktörer på fastighetsmarknaden tyder på att det är vanligt att potentiella köpare ligger en bit under potentiella säljares prisförväntningar eller reservationspriser i nuvarande marknadssituation.

Under avsnitt 5.1 ovan diskuterades bl.a. förhållandet mellan marknadsvärde och observerade priser samt förhållanden mellan marknadsvärde, entry och exit price. Några exempel från fastighetsmarknaden som belyser relevansen i dessa frågor kan hämtas från Stockholms stad (2021) och Fastighetsvärlden (2018).

Anbudet på den s.k. "Snurrtomten" eller Klara City View på fastigheten Norrmalm 4:41 i Stockholm som behandlades under 2021, visade enligt erhållen information från Stockholms stad enligt nedan på stor spridning i anbudet och ett betydande gap mellan högsta och näst högsta anbud.

Sex anbud hade vid tävlingstiden slut inkommit till exploateringskontoret. Det högsta var på 82 000 kr/kvm ljus BTA.

Övriga inkomna godkända anbud placerade sig enligt följande:

Anbudsgivare	kr/kvm ljus BTA
Anbudsgivare B	70 000
Anbudsgivare C	65 000
Anbudsgivare D	57 500
Anbudsgivare E	51 150
Anbudsgivare F	30 000

En affär som förvisso aldrig kunde fullföljas som rapporterades i tidningen Fastighetsvärldens nyhetsbrev 2018-01-31 (Fastighetsvärlden, 2018) på följande sätt, vilket också ger en inblick i hur det kan se ut i budgivning på fastighetsmarknaden: Niam lämnade högsta budet på "det stora huvudblocket" på gamla Karolinska. Deras bud var på 2,3 miljarder. I nyhetsbrevet framkom också att det inkom sex bud och att övriga bud låg i spannet 1,3 till 1,8 miljarder.

Mallinson & French (1998) lyfter fram intressanta resonemang om vad olika aktörer drar för slutsatser om nivån på marknadsvärdet när dessa aktörer får ta del av information från budgivning på en fastighet. Intrycket från deras artikel är att det inte finns någon enhetlig uppfattning bland marknadsaktörer att det är toppbudet som ska utgöra utgångspunkten för bedömning av marknadsvärdet.

Det som tagits upp ovan kan i sin tur återkopplas till diskussioner om bland annat entry och exit price och kopplingen till verkligt värde som fördes ovan i avsnitt 5.1. Det ligger med andra ord ingen automatik i att högsta budet motsvarar definitionen av verkligt värde, dvs ett exit price.

### **8.3 Smoothing och eftersläpningar i värderingar**

Hoesli & MacGregor (2000) tar upp förekomsten av så kallad valuation smoothing. De framför att brist på en likvid och frekvent transaktionsmarknad när det gäller fastigheter lämnar värderare med lite information att arbeta med för att fastställa marknadsvärde vid specifika tidpunkter. Detta menar de leder till att värderare kombinerar värdeindikationer från de senaste jämförbara försäljningarna med tidigare bedömda värden för att komma fram till det värde som bedöms för en fastighet vid värdetidpunkten, i linje med diskussion om uppdateringsstrategier i avsnitt 6.1. Smoothing innebär en utjämning av värdena över

tid i jämförelse med om den verkliga volatiliteten i priser/värden skulle kunna observeras. Annorlunda uttryckt den "sanna" volatiliteten i hypotetiska fastighetspriser återspeglas inte i de bedömda marknadsvärdena. Eftersläpningar innebär att värderare ofta släpar efter i sina värdebedömningar vid upp- och nedgångar på marknaden. Eftersom den verkliga volatiliteten inte är känd kan försiktighet när det gäller att ändra värden bero på att det är svårt att bedöma om exempelvis ett högt observerat pris är tecken på en ny nivå eller en slumpmässig avvikelse.

## 8.4 Från årsredovisningarna

### *Allmänt om osäkerhet*

Några fastighetsbolag har allmänna kommentarer om osäkerheten i fastighetsvärderingar. I regel anges då intervallet +/- 5-10 procent. Något fastighetsbolag anger att osäkerheten kan vara större på en mindre likvid marknad. Samma fastighetsbolag anger att osäkerhet är +/- 5 procent för det egna beståndet.

### *Känslighetsanalyser*

Alla fastighetsbolag redovisar känslighetsanalyser där det anges hur storleken på fastighetsvärdet påverkas av olika förändringar. I tabell 8.1 har vi sammanfattat vilka intervall som använts. Observera dock att inte alla fastighetsbolag har med alla variabler. Om inte annat anges är det effekt på redovisade fastighetsvärden som anges.

Variabel	Använda intervall
Fastighetsvärdet (effekt på redovisad vinst)	1%, 5%, 10%
Hyra	1%, 5%, 50 kr/kvm.
Vakans	1, 2, 5 procentenheter
Driftskostnader	1%. 25kr/kvm, 50 kr/kvm
Driftnetto	1%
Avkastningskrav	0,1, 0,25, 0,5, 1 procentenheter

Tabell 8.1. Intervall för känslighetsanalys i årsredovisningar 2022.

Det mest slående är de stora skillnaderna i vilka intervall som används.

Det förekommer även att fastighetsbolag som Balder och Castellum anger att de tar in "second-opinions" eller låter utföra externvärdering på så kallad desktopbasis under den interna värderingsprocessen, men det är något oklart vad detta mer konkret innebär och vad det haft för effekt. Castellum torde med detta uttryck mena sedvanlig extern värdering. Det som kan konstateras är dock att detta inte alltid kan jämföras med en värdering – kanske inte ens en förenklad värdering - utan mer måste ses som en översiktlig bedömning av rimligheten i värderingen utifrån allmänkunskap om marknaden. Det anges följande förklaring i Balders årsredovisning till begreppet second opinion: "Uttalande från extern värderingsfirma avseende tillämpligheten av värderingsmetoderna, de informationskällor som används samt värderingens kvalitet och trovärdighet"<sup>15</sup>

### *IFRS-nivå med koppling till verkligt värde-hierarkin i IFRS 13*

Alla fastighetsbolag anger att värderingar grundas på indata i värderingsmodeller som hör till nivå 3.

IFRS 13 B 35 (g) tar förvisso upp följande som ett exempel på något som skulle kunna utgöra en nivå 2-input i verkligt värde-hierarkin:

"Byggnad som innehas och används. Indata på Nivå 2 skulle vara priset per kvadratmeter för byggnaden (en värderingsmultipel) som härleds från observerbara marknadsuppgifter, exempelvis multiplar härledda från priser i observerade transaktioner med jämförbara (dvs. liknande) byggnader på liknande platser."

I samtliga årsredovisningar har, som framgick ovan, fastighetsbolagen dock angett att fastigheterna i allt väsentligt värderas med nivå 3-input.

I en studie där ledande revisorer i Sverige intervjuats och som refereras till i kapitel 9 i denna rapport (se Nordlund, Lorentzon & Lind, 2021) så framkom att även revisorerna var eniga om att förvaltningsfastigheter i allt väsentligt värderades med nivå 3-input för de verkliga värden som presenterades i finansiella rapporter med tillämpning av IFRS.

---

<sup>15</sup> Tolkningsen av second opinion diskuteras i ett utlåtande från Nämnden för svensk redovisningstillsyn (2021).



## 8.5 Information från intervjuerna

I intervjuerna framkom också att skillnader mellan interna och externa värderingar var mycket små på aggregerad nivå. Någon nämnde 1-2 procent andra 3 procent. För enskilda objekt kunde det vara 5-10 procent.

Ett fastighetsbolag nämnde också att köpare och säljare idag ofta står långt från varandra, men sa samtidigt att man sålt fastigheter i linje med bokfört värde (det vill säga rapporterat verkligt värde). En tolkning av detta utifrån resonemanget i teoridelen ovan är att om fallande efterfrågan främst leder till färre transaktioner så kommer de svenska värderarna inte justera ned värdet i någon större omfattning, dvs de kommer inte att beakta de prispåverkande faktorerna i sig (exempelvis högre räntor, osäkrare driftnetto eller utvecklingen för fastighetsaktier på börsen).

Ett fastighetsbolag nämnde att det fanns en gemensam syn på olika antaganden i värderingsbranschen.

## 8.6 Kommentarer och slutsatser

I avsnitt 7 ovan om de värderingar (huvudutlåtanden) som vi fått tillgång till framgår att värderarna bedömer att det idag finns större osäkerhet både globalt och på den svenska fastighetsmarknaden. I endast ett fall har värderarna dock angett ett större osäkerhetsintervall än tidigare. Att olika aktörer kommer till liknande resultat trots en större underliggande osäkerhet kan bero på de mekanismer som beskrevs rörande flockbeteende i teoriavsnittet ovan. Det bör också lyftas fram att om det görs olika bedömningar av faktorer som påverkar hela marknaden så kan det bli betydande spridning i värderingsnivå även för ett stort bestånd, eftersom sådana faktorer påverkar alla värderingar i en viss riktning. Skilda bedömningar för enskilda objekt kan dock tänkas ta ut varandra när värdet för ett helt bestånd bedöms.

En annan notering är att osäkerhetsintervallet i normalfallet borde skilja sig om det exempelvis är fråga om värdering av exempelvis kontor eller projekt. De mera allmänna uppfattningarna som framförts om normala osäkerhetsintervall om +/- 5-10 procent borde skilja sig åt mellan olika fastighetsbolag beroende på vilken typ av fastigheter som dominerar i deras innehav. Några sådana diskussioner finns dock inte i det studerade materialet.

När det gäller tilläggsinformation i årsredovisningar tas detta upp i en studie (Nordlund, Lorentzon & Lind, 2021) där ledande revisorer i Sverige intervjuades om revision av verkliga värden i fastighetsbolag. Där framkom synpunkter från revisorerna kring känslighetsanalyser i finansiella rapporter. Analyserna sågs mer som matematiska illustrationer. Relevansen av utfall i som visades i känslighetsanalyserna var i många fall inte klar. Annorlunda uttryckt: Är

exempelvis en förändring av avkastningskrav om 0,25 procentenheter en relevant siffra i den aktuella situationen, eller är det en siffra som tagits för att göra en matematisk illustration/beräkning? I den nyss refererade studien framfördes även av några respondenter att känslighetsanalyser i många fall skedde på en alltför aggregerad nivå i vissa fastighetsbolag.

## 9. Revisorerna och fastighetsvärderingar

### 9.1 Regelverk och teori

Regelverk för hur revisioner ska genomföras finns i International Standards on Auditing (ISA). Bland de standarder som finns i ISA och som är av särskilt intresse för det som studeras i det uppdrag som rapporteras här är ISA 540 (omarbetad) *Granskning av uppskattningar i redovisningen med tillhörande upplysningar*. Bland annat föreskriver denna revisionsstandard (punkt A139–A143) hur revisorer ska utvärdera om det föreligger en felaktig uppskattning av verkliga värden eller inte:

- (1) Revisionsbevis kan ge stöd för en punktskattning som skiljer sig från företagsledningens punktskattning. I dessa omständigheter utgör skillnaden mellan revisorns punktuppskattning och företagsledningens punktskattning en felaktighet.
- (2) Revisionsbevisen kan ge stöd för ett intervall som inte innefattar företagsledningens punktskattning. I dessa omständigheter är felaktigheten skillnaden mellan företagsledningens punktskattning och den närmaste punkten i revisorns intervall.
- (3) När en uppskattning i redovisningen är föremål för en högre grad av osäkerhet i uppskattningen kan revisorn bestämma att ytterligare upplysningar behövs för att uppnå en rättvisande bild. Om företagsledningen inte tar med sådana ytterligare upplysningar kan revisorn dra slutsatsen att de finansiella rapporterna innehåller en väsentlig felaktighet.

Martin et al (2006) tar upp risker kopplade till processen med värdering av bland annat tillgångar, som revisorn behöver vara medveten om, t.ex.

- Övertro<sup>16</sup> och informationskvalitet: Det finns en risk att tillgång till stora mängder information kan leda till att ledningen får övertro på att göra bedömningar av verkligt värde.
- Bekräftelsebias<sup>17</sup>: Det finns en tendens att söka information som stödjer tidigare uppfattningar om till exempel nivån på framtida kassaflöden som tillämpas i en bedömningsmodell avseende bedömningar av verkligt värde.

En rimlig tolkning av Martin et al (2006) är att det vore att föredra att revisorerna (för några objekt) först gör sina egna bedömningar av verkliga värden innan de granskar verkliga värden som presenteras av ledningen. Det vore också en fördel om revisorerna överväger

---

<sup>16</sup> "overconfidence"

<sup>17</sup> confirmation bias

bevis som kan stödja olika antaganden om verkligt värde, även sådana bevis som ger stöd för en annan siffra för verkligt värdeuppskattning än vad som presenteras av ledningen.

Selling & Nordlund (2015) diskuterar risken för "management bias" och menar att revisionsstandarder implicit, men otvetydigt, förutsätter att revisorer är kapabla att eliminera de väsentliga effekterna av "management bias".

Nordlund, Lorentzon & Lind (2021) för fram att ett möjligt sätt att minska risken för "anchoring", "confirmation bias" och "management bias" är att revisorerna anlitar egna värderingsspecialister avseende fastigheter och att dessa först gör en egen bedömning av verkligt värde på ett urval av fastigheterna, dvs fristående från företagsledningens bedömning. Detta skulle innebära att revisorerna gör en egen bedömning innan de tar del av företagets bedömning. Denna egna bedömning från revisorernas sida skulle sedan kunna jämföras med företagsledningens bedömning i nästa steg. Utifrån sådana underlag kan det analyseras och diskuteras huruvida det kan föreligga något eller några fel i den av företagsledningen presenterade bedömningen.

Exempel på andra källor som lyfter fram vissa frågetecken när det gäller revisionen av verkliga värden i redovisningen är IAASB (2019); Ahn et al. (2019) och Joe et al. (2017).

## 9.2 Från revisionsberättelser i samband med årsredovisningar

Iakttagelser från revisionsberättelser som sammanhänger med fastighetsbolagens årsredovisningar är att revision av verkliga värden på fastigheter i normalfallet kan sammanfattas i nedanstående huvudpunkter:

- Granskning av rutiner och processer som finns i fastighetsbolagen för bedömningar av verkliga värden
- Uppföljningar (stickprov/urval av fastigheter) mellan antaganden i värderingar, information om aktuella hyror, historiska utfall av ekonomiska data som används i värderingsmodeller samt mot marknadsinformation av olika slag (exempelvis direktavkastningskrav, hyresnivåer och vakanser).
- Uppföljningar av riktigheten i använda värderingsmodellers matematiska beräkningar.
- Utvärderingar av tillämpad värderingsmetod, interna och externa värderares kompetens
- Jämförelser mellan externa värderingar (när sådana finns) och interna värderingar (när sådana finns) och om skillnader ryms inom normala osäkerhetsintervall vid fastighetsvärdering.
- Användning av egna värderingsspecialister för att gå igenom använda värderingsmodeller och gjorda antaganden i sådana modeller.

- Speciella uppföljningar när antaganden i värderingsmodeller avviker från revisorns initiala bedömningar. Sådana antaganden kan vara utfall historiskt, framtida driftnetton eller tillämpade avkastningskrav.
- Testning och bedömningar av de kontroller som finns i fastighetsbolagen för att säkerställa att indata som används i värderingar är korrekta och fullständiga.
- Granskning av information i årsredovisningar för att bedöma om de ger tillräcklig information enligt regelverkens krav, inklusive tilläggsupplysningar.
- Jämförelser av försäljningspriser i fastighetsbolagen mot senaste värdering.
- Diskussion om viktiga antaganden och bedömningar i fastighetsvärderingar med fastighetsbolagets värderingsansvariga och med företagsledning.
- Kontrollberäkningar av värderingar.

### **9.3 Information från intervjuer**

I intervjuerna har framkommit att revisorerna normalt får ta del av ett omfattande material från fastighetsbolagen kopplat till fastighetsvärderingarna. Det synes vara ovanligt att revisorerna meddelar väsentligt avvikande uppfattningar om nivån på de verkliga värden som sedan presenteras i fastighetsbolagens finansiella rapporter. Vidare svarar de allra flesta respondenterna att enligt deras uppfattningar gör inte revisorerna, eller av revisor anlita specialist, en egen fristående bedömning av verkliga värden på fastigheterna (eller ett urval av fastigheter) innan de tar del av företagsledningarnas bedömningar av nivån på verkliga värden för fastigheterna.

### **9.4 Kommentar och slutsatser**

Det som tagits upp ovan tydliggör svårigheter att helt objektivt granska, inhämta revisionsbevis och bedöma verkliga värden som presenteras i årsredovisningar. Det är rimligt att också framföra att detta borde gälla i synnerhet för tillgångar som värderats i huvudsak med nivå 3-input i verkligt värdehierarkin så som har skett med fastigheterna i denna undersökning.

## 10. Fastighetsmarknaden och redovisade värdeförändringar i finansiella rapporter

### 10.1 Några väsentliga noteringar från fastighetsmarknaden under senaste året

Transaktionsvolymerna under första delen av 2023 på fastighetsmarknaden har visat på väsentliga nedgångar i jämförelse med de närmast föregående åren enligt Colliers (2022). Givet att transaktioner på fastighetsmarknaden ger mycket viktig input vid tillämpning av ortsprismetoder samt information om aktuella priser per kvm och direktavkastningsnivåer m.m. så kan det hävdas att det i nuläget är svårare att få information från marknaden som är mycket väsentlig vid fastighetsvärdering. En direkt följd av detta blir att värderingarna blir osäkrare. Ovan under avsnitt 8.2 togs också upp att kontakter med olika aktörer på fastighetsmarknaden tyder på att det är vanligt att potentiella köpare ligger en bra bit under potentiella säljares prisförväntningar eller reservationspriser i nuvarande marknads-situation. Nedgången i transaktionsvolymerna som hänvisas till ovan torde vara ett förhållande som indikerar att sådan information om skillnader i prisförväntningar är relevant. Sentimentet på den svenska fastighetsmarknaden är oroligt när denna rapport skrivs. En artikel från Financial Times publicerad den 12 maj 2023 lyfter fram oron kring svensk fastighetsmarknad och de bekymmer som bl.a. finns kopplade till fastighetsbolagens kommande refinansieringar av skulder.

Hög inflation och stigande nominella räntor både när det gäller finansiering via kapitalmarknaden, som företagsobligationer, och via bankmarknaden tyder på att det sannolikt är svårare för potentiella köpare att kunna få till stånd förvärv till de prisnivåer som rådde för ett eller några år sedan. Bedömningen är även att banker ser mer till räntetäckningsgrader<sup>18</sup> än belåningsgrader i jämförelse med vad som var vanligt vid transaktioner på fastighetsmarknaden några år tillbaka i tiden. Tillsammans verkar förändringar i räntenivåer, synsätt på täckningen av räntekostnader och möjliga belåningsgrader åtstramande på prisbildningen på marknaden.

Exempel på indirekta fastighetstransaktioner som diskuterats bland aktörer på fastighetsmarknaden under hösten/vintern 2022 är SBB:s försäljning av underliggande tillgångar i form av skolfastigheter till kanadensiska Brookfield samt Balders riktade nyemission till AMF. Tolkningen av vad som framförts från olika bedömare i affärspress som

---

<sup>18</sup> Det bör dock observeras att räntetäckningsgrader i dessa sammanhang kan vara definierade på ett sätt som mera liknar följande: driftnetto (härlett ur resultaträkningar) dividerat med räntekostnader. Detta skiljer mot de definitioner av driftnetto och räntetäckningsgrader som finns i nomenklaturlistan som bifogas denna rapport samt med hänvisning till källor ovan i avsnitt 6.2. Den väsentligaste skillnaden handlar om kassautflöden relaterade till aktiverade ersättnings-/återinvesteringar som är nödvändiga för att bibehålla fastigheters produktionsförmåga över tid.

exempelvis Financial Times och Dagens Industri är att dessa transaktioner omräknat skulle innebära rabatter på underliggande fastighetstillgångar i jämförelse med senaste värdering. Bedömningen är att rabatterna på underliggande fastigheter i sådana transaktioner överstiger vad som generellt redovisats som värdenedgångar i noterade fastighetsbolag för år 2022. Till detta kan även läggas observationen att börsindex för noterade fastighetsaktier, som stod på topp under november 2021, sedan dess har sjunkit mycket i en trend som ännu inte tydligt vänt och som implicerar väsentligt större värdenedgångar på underliggande fastigheter än vad som hittills redovisats i de noterade fastighetsbolagen.

Aktieprisutvecklingen för noterade fastighetsaktier på Stockholmsbörsen illustreras i figur 10.1 nedan. Där visas ett fall från topp till botten med 59 procent fram till oktober 2022 och därefter har aktiekurserna stigit och åter fallit för att den 15 maj 2023 ligga på cirka 45 procent av toppnivån. Några av fastighetsbolagen på börsen började rapportera värdefall i Q2 2023, medan de flesta visar värdefall på förvaltningsfastigheter först i Q4 2023. Liksom vid tidigare kriser "laggar" fastighetsvärdena aktiekurserna på börsen, men nu syns effekten först efter ca 1,5 år.

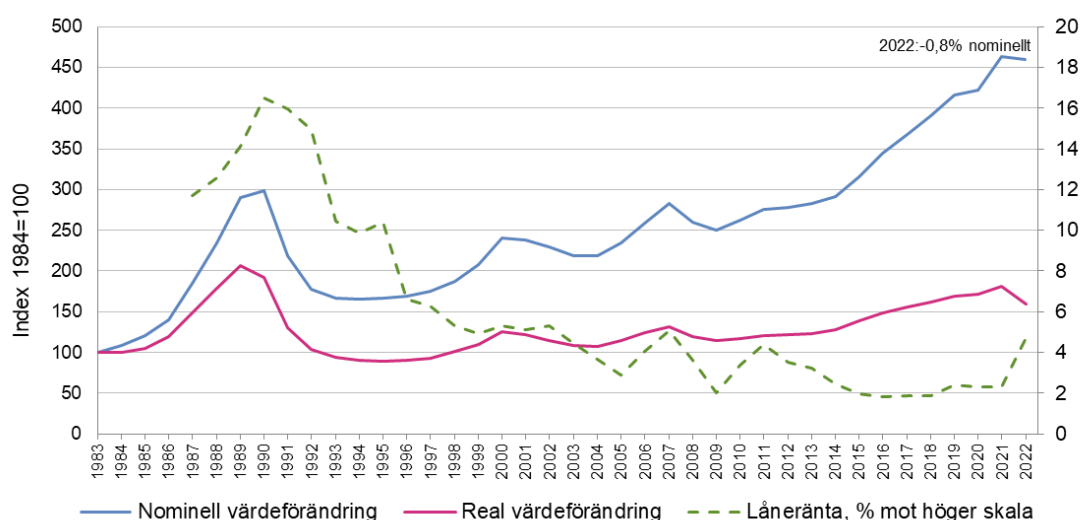


Figur 10.1. Aktieindex för fastighetsbolag. Källa: Nasdaq Stockholm

Ytterligare en viktig aspekt att notera är att sedan början på 2000-talet sker fastighets-transaktioner i allt väsentligt i form av indirekta transaktioner, vilket vi också berört tidigare på olika ställen i denna rapport. Det vill säga, fastighetsöverlåtelser sker oftast i form av bolagstransaktioner genom att aktier överlåts i det bolag som äger fastigheter i stället för som lagfartstransaktioner. Dessutom sker ibland transaktioner med paket/portföljer av

fastigheter. Detta inverkar negativt på transparensen när det gäller transaktionsmarknaden för fastigheter.

Värdeförändringen för fastigheter mäts via MSCI som har en historiskt lång serie med start 1984. I figur 10.2 visas utvecklingen av värdet på fastighetsmarknaden nominellt och realt. Måttet värdeförändring beaktar, liksom den värdeförändringen i enlighet med IFRS/IAS 40, att aktiverade investeringar i fastigheterna räknas av från bruttovärdeförändringen på fastigheterna. Fyra toppar och lika många dalar, dvs fastighetscykler, kan ses under nära fyrtio åren på den svenska fastighetsmarknaden. Den reala utvecklingen (omräknad med KPI) visar på en betydligt mindre volatil utveckling. Den senaste uppgångsfasen, som bröts 2022 med värdefall, varade under tolv år, vilket är den längsta cykeln under den studerade tidsperioden i grafen. Värdeförändringen steg sedan botten 2009 till toppen 2021 med 85 procent nominellt eller 58 procent realt under dessa tolv år. År 2022 bröts den långa trenden och värdena föll med 0,8 procent nominellt, vilket mot bakgrund av den höga inflationen blev -11,7 procent realt. Det finns ett tydligt samband mellan värdeutveckling och ränteutveckling sedan 2011, dvs när räntorna sänkts har värdena stigit för att sedan falla under 2022 när räntorna började stiga.



Figur 10.2. Värdeförändring historiskt i Sverige nominellt och realt samt låneränta. Visar måttet "capital growth" för "standing investments" där aktiverade investeringar i fastigheterna räknas av från marknadsvärdets utveckling för att avspegla avkastningen. Källa MSCI och SCB.

## 10.2 Iakttagelser från finansiella rapporter för fastighetsbolagen i studien

För de tio fastighetsbolagen i urvalet har värdeförändringar på förvaltningsfastigheter beräknats från början av år 2022 och fram till och med första kvartalet 2023. Den negativa utvecklingen i verkligt värde på förvaltningsfastigheter påbörjas i andra kvartalet 2022 för två av fastighetsbolagen, fyra fastighetsbolag rapporterar negativt i tredje kvartalet och



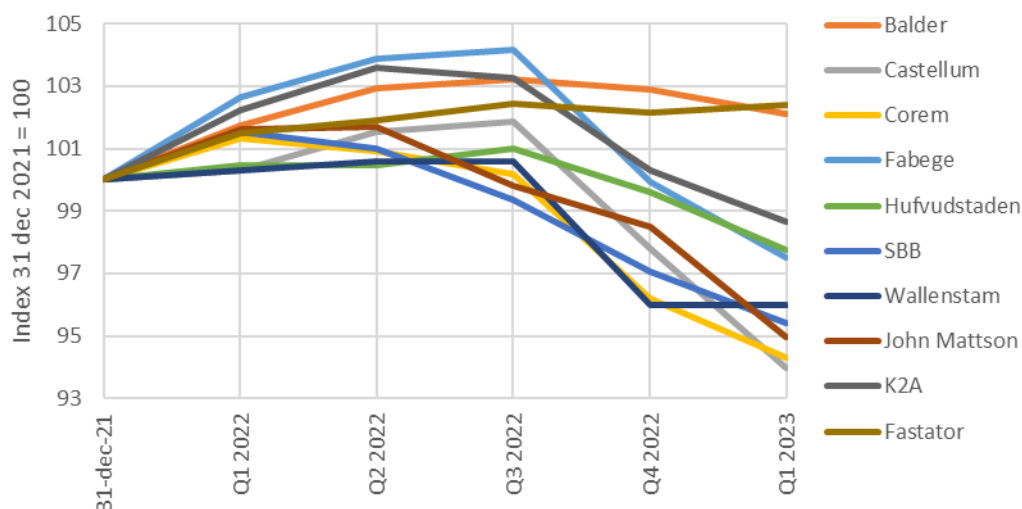
samtliga tio fastighetsbolag rapporterar en negativ värdeutveckling i fjärde kvartalet 2022, se tabell 10.1 och figur 10.3. I det första kvartalet 2023 rapporterar åtta av tio fastighetsbolag fortsatt värdefall, medan resterande rapporterar oförändrade värden respektive svagt stigande värden.

**Orealiserad och realiserad värdeförändring för förvaltningsfastigheter Q1 2022-Q1 2023, %**

	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022 helår	Q1 2023
Fastator	1,5	0,4	0,5	-0,3	2,2	0,2
Castellum	0,3	1,3	0,3	-4,0	-2,2	-3,9
Corem	1,3	-0,4	-0,7	-4,0	-3,8	-2,0
Fabege	2,7	1,2	0,3	-4,1	-0,1	-2,4
Balder	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,9	-0,7
Hufvudstaden	0,5	0,0	0,5	-1,4	-0,4	-1,8
John Mattson	1,6	0,1	-1,8	-1,3	-1,5	-3,6
K2A	2,2	1,3	-0,3	-2,9	0,3	-1,6
SBB	1,5	-0,5	-1,6	-2,3	-2,9	-1,7
Wallenstam	0,3	0,3	0,0	-4,6	-4,0	0,0
Medel, ovägt	1,4	0,5	-0,2	-2,5	-1,0	-1,8

Tabell 10.1. Värdeförändring per kvartal för de tio fastighetsbolag som ingår i studien. Källa: Egen bearbetning av information från respektive fastighetsbolags finansiella rapporter.

Värdeförändring - orealiserad och realiserad - för förvaltningsfastigheter



Figur 10.3. Värdeförändring per kvartal som indexserie för de tio fastighetsbolag som ingår i studien. Källa: Egen bearbetning av information från respektive fastighetsbolags finansiella rapporter.

Sammantaget har värdena i dessa tio fastighetsbolag fallit med i medeltal 4,7 procent sedan toppen per 1 juli 2022, se tabell 10.2. Störst samlat värdefall från toppnivå redovisar Castellum med -7,7 procent, följt av Corem med -6,9 procent. Minst värdenedgång redovisar Balder med -1,1 procent och Fastator med -0,1 procent. Vid vilket kvartalsbokslut som toppnivå nåddes för de tio fastighetsbolagen varierar mellan första och tredje kvartalet 2022.

Fastighetsbolag i urvalet	Värdefall från toppnivån, %
Castellum	-7,7
Corem	-6,9
John Mattson	-6,6
Fabege	-6,4
SBB	-6,0
K2A	-4,8
Wallenstam	-4,6
Hufvudstaden	-3,2
Balder	-1,1
Fastator	-0,1
Medel	-4,7

Tabell 10.2. Värdeförändring från toppnivån till och med första kvartalet 2023 för de tio fastighetsbolag som ingår i studien. Ovägt medeltal. Källa: Egen bearbetning av information från respektive fastighetsbolags finansiella rapporter.

Negativa realiserade värdeförändringar rapporteras av tre fastighetsbolag i andra kvartalet 2022. Det är dock de orealiserade värdeförändringarna som framträder starkast när det gäller den negativa utvecklingen i fjärde kvartalet och även för helåret 2022.

En annan iakttagelse är att när fastighetsbolaget har en negativ realiserad värdeförändring så skrivs detta inte alltid ut i texten, utan man får räkna fram den från skillnaden mellan raden värdeförändring i resultaträkningen och fastighetsnoten till balansräkningen, där den orealiserade delen av värdeförändringen rapporteras.

### 10.3 Kommentarer och slutsatser

Ser man på storleken på de realiserade och orealiserade värdeförändringar i det urval av fastighetsbolag som ingår i studien så varierar den från nära noll till nästan minus 8 procent från toppen fram till och med första kvartalet 2023. Medeltalet för de tio fastighetsbolagen var -4,7 procent, varav den orealiserade värdeförändringen utgör merparten, i medeltal -4,6 procent. Några fastighetsbolag delar upp denna förändring i sådan som sammanhänger med driftnetto, pågående projekt och ändringar i avkastningskrav för att förklara varför värdenedgången blev relativt begränsad. Med denna uppdelning kunde förändring i avkastningskrav t.ex. leda till en orealiserad värdenedgång på säg 5 procent i fjärde kvartalet 2022, men detta motverkades dock av orealiserade värdeökningar sammanhängande med ökat driftnetto och/eller färdigställda projekt.

## 11. Avslutande diskussion

Vi börjar med att i avsnitt 11.1-11.8 summera de viktigaste slutsatserna från respektive kapitel. Några ytterligare kommentarer presenteras avslutningsvis.

### 11.1 Värderingspolicy

Fastighetsbolagen i urvalet har i flera fall en övergripande värderingspolicy som inkluderar en processbeskrivning. Vanligast förekommande är en kombination av extern och intern värdering i fastighetsbolagen, där de externa värderingarna antingen läggs till grund för rapporterat verkligt värde eller endast nyttjas som stöd för de interna värderingarna. Under 2022 har 74 procent av förvaltningsfastigheterna i urvalet av fastighetsbolag varit föremål för extern värdering någon gång under 2022 – mätt med rapporterat verkligt värde. Av förvaltningsfastigheternas verkliga värde vid års- och kvartalsboksluten ligger dock den externa värderingen som direkt underlag endast för i genomsnitt 25 till 35 procent av värdet. Vid årsbokslut ligger andelen i den högre delen av intervallet. Anlitandet av extern expertis för fastighetsvärdering har ökat de senaste åren, men det är fortfarande de interna värderingarna som dominerar när det gäller fastighetsvärdering för bokslut.

Bland samtliga fastighetsbolag på börsens huvudlista är den externa medverkan vid fastighetsvärdering något högre än ovan för urvalet av tio fastighetsbolag. Under 2022 har 82 procent av förvaltningsfastigheterna varit föremål för extern värdering någon gång under 2022, vilket är en ökning från 70 procent år 2020 – mätt med rapporterat verkligt värde. Av förvaltningsfastigheternas verkliga värde vid års- och kvartalsboksluten ligger den externa värderingen som direkt underlag för i genomsnitt 30 till 45 procent av värdet. Orsaken till den allt högre andelen externa värderingar torde vara den sättning som skett på fastighetsmarknaden under 2022, vilken medför större osäkerhet om värden och att investerare och andra intressenter som långivare därmed i allt högre grad efterfrågar fastighetsvärdering från en oberoende part.

### 11.2 Värdebegrepp

Regelverket anger att verkligt värde ska anges i redovisningssammanhang. Det som i praktiken redovisas, åtminstone när det gäller externa värderingar, är uppskattat marknadsvärde. Det finns i fastighetsbolagen inte någon djupare diskussion om att det kan finnas skillnader mellan verkligt värde och marknadsvärde. RICS har gett uttryck för att bedömning av marknadsvärde och verkligt värde normalt borde leda till samma beloppsmässiga bedömning, medan det i EVS har framförts att det skulle kunna uppstå skillnader när det gäller fastigheter vars högsta och bästa användning avviker från den nuvarande användningen. Det bör dock i detta sammanhang noteras att Bases for Conclusions kopplat till IFRS 13 tar upp frågan om vad som egentligen avses med "legally

permissible” i standardens text och där tas upp att en alternativ användning inte får vara förbjuden, men öppnar upp för att marknadsaktörerna kan beakta exempelvis en sannolik ändrad användning. Det tas i praktiken i fastighetsbolagen för givet att uppskattade marknadsvärden också är verkliga värden.

Det finns i fastighetsbolagen inte heller någon egentlig diskussion om eventuella skillnader mellan entry price och exit price. En sådan diskussion är särskilt viktig när det handlar om en tunnare marknad, men även i fall då exempelvis en synergieffekt för en specifik köpare som inte är allmänt tillgänglig för köpare på marknaden, kan ha påverkat priset i en transaktion.

Flera intervjuade sa att de var verksamma på en likvid marknad och vi tolkar det som att den aktuella marknaden normalt är en marknad med relativt många transaktioner. Det kan dock diskuteras hur likvid flera av dessa marknader är just nu. Det har till exempel varit en kraftig nedgång i transaktionsvolymerna under början av 2023. Därmed blir frågan om skillnader mellan entry price och exit price särskilt viktiga

### **11.3 Värderingsmetoder**

När denna rapport skrivs är sentimentet oroligt på den svenska fastighetsmarknaden framförallt när det gäller refinansieringsmöjligheter kommande år men också när det gäller värdeutvecklingen på fastigheterna. I denna rapport har vi tidigare refererat till en artikel av Chris Thorne (2009). I denna artikel, s 15, skriver han: ”I have heard cynics complain that valuers are now valuing on sentiment rather than fact. This misses the fundamental point that real prices in real markets reflect sentiment, and that market sentiment is itself a fact that should be reflected in the valuation.”

Fastighetsbolagen skiljer sig relativt mycket åt när det gäller redovisning av de antaganden som ligger till grund för värderingen. Vi vill instämma i synpunkt från Nämnden för svensk redovisningstillsyn att det finns brister i detta avseende i flera årsredovisningar, samtidigt finns goda exempel som fastighetsbolagen kan lära av.

Det finns i årsredovisningar och annat material som denna studie bygger på, mycket lite diskussion om framtiden för de marknader som fastighetsbolagen är verksamma på. Detta är enligt vår bedömning anmärkningsvärt särskilt för de som är verksamma på kontorsmarknaden där det kan förväntas stora strukturella förändringar på lite längre sikt, främst pga. att mer personal jobbar hemifrån några dagar i veckan.

En annan observation är att evidensen för centrala parametrar i värderingsmodellerna är relativt svag i rådande läge med ett litet antal transaktioner och brist på transparens i de transaktioner som genomförs. Även med kunskap om transaktioner är det svårt att dra entydiga slutsatser eftersom fastigheter skiljer sig åt när det gäller centrala egenskaper som läge och attraktivitet.

En fråga som behöver få mer uppmärksamhet är det som kallats uppdateringsstrategier, dvs vilken typ av information som ska anses vara tillräckligt för att dra slutsatsen att ett värde har ändrats. Det finns indikationer på att värderarna ställer höga krav – t.ex. flera transaktioner på lägre nivåer - innan man är beredd att sänka värden.

En fråga skulle kunna vara om fastighetsbolagen och externa värderare gör tillräckliga ansträngningar för att bedöma ett värde helt i enlighet med definitionen av verkligt värde i IFRS 13. Av vad som framgått ovan i avsnitt 5.1 med referenser till bl.a. IVS (2021), IVSC (2009) och Thorne (2009) så torde bedömningen av vad köpare är villiga och kapabla att betala i nuvarande marknadssituation ha en mycket väsentlig inverkan på var bedömningen av marknadsvärde/verkligt värde borde hamna. Vi fick inga tydliga redogörelser för hur detta hade bedömts under de intervjuer som genomfördes. Nära kopplat till detta är också hur tolkningen sker av lydelse i IFRS 13 när det gäller det nyss nämnda. Hur ser till exempel metoden ut för att bedöma om "markets participants are able to enter into a transaction (Se IFRS 13 Appendix A) när transaktionsvolymerna på fastighetsmarknaden sjunker, räntenivåerna stiger på marknaden och bankerna börjar lägga större vikt vid räntetäckningsgrader än belåningsgrader vid kreditgivningen. Borde det som alternativ till transaktionsmarknadsinformation även göras hypotetiska förvärvskalkyler för sannolika köpkategorier till olika typer av objekt? Borde sådana också framgå av värderingsutlåtanden? En sådan förvärvskalkyl skulle då bland annat behöva visa hur mycket som går att låna och till vilken räntekostnad samt vilket avkastningskrav potentiella förvärvare har på eget kapital. Detta borde sedan ställas i relation till vilket driftnetto fastigheterna ifråga genererar samt givetvis hur synen är hos aktörerna på marknaden om potential till värdestegring för objekten på lite sikt.

I intervjustudierna framkommer att förutom transaktionsmarknadsinformation och information som direktavkastningar och priser per kvadratmeter m.m. så tillämpas i flera fall det som Lind & Nordlund (2014) benämner aktörsbaserade metoder. Det vill säga vid värderingen används även information som fastighetsbolagen har fångat upp i sin kommunikation med olika aktörer på och med koppling till fastighetsmarknaden. Så kallade aktörsbaserade metoder bedöms helt klart utgöra nivå 3-input i verkligt värde-hierarkin enligt IFRS 13. Det ligger i sakens natur att detta är information som är svår att verifiera.

Ingen av de intervjuade tar explicit upp aktiemarknadsapproach som en alternativ informationskälla från marknaden när det är mindre information som kan härledas ur transaktionsmarknaden för fastigheter. I sammanhanget kan det dock noteras att IFRS 13 p 82 d tar upp så kallade "market-corroborated inputs" som ett exempel på nivå 2-inputs i verkligt värdehierarkin. Enligt IFRS 13 har inputs med lägre siffra i hierarkin företräde vid bedömningar av verkliga värden (förutsatt att de bedöms som relevanta) framför inputs med högre siffra (nivå 3 inputs). Fastigheterna uppges både i intervjuer och årsredovisningar värderas med nivå 3-inputs. Givet den korrelation som finns mätt över längre tidsperioder mellan noterade fastighetsaktier och underliggande fastighetstillgångar i de noterade fastighetsbolagen, kan det inte uteslutas att en längre trend i aktieprisutvecklingen på börserna för noterade fastighetsbolag även borde beaktas vid värderingen till verkligt värde av

de underliggande fastighetstillgångarna. Utvecklingen av priset på fastighetsaktier ger dock inte hela svaret på hur underliggande tillgångar borde värderas men sannolikt om riktningen på värdeutvecklingen på dessa tillgångar och möjligen i viss utsträckning i vilken storleksordning värdet på dessa tillgångar borde justeras mot bakgrund av aktieprisutvecklingen på börserna. Några av de intervjuade var dock skeptiska till att använda annat än transaktionsdata även om transaktionerna är få - på en marknad med få transaktioner är det dock rimligt att använda andra typer av data.

Intervjuerna ger vid handen att fastigheter som sålts men inte frånträtts på balansdagen som regel tas upp till försäljningspris eller underliggande fastighetsvärde som överenskommit mellan parterna i transaktionen och att detta värde får utgöra verkligt värde i balansräkningarna. Uppfattningen synes vara att det nyss beskrivna ger ett mycket bra uttryck för verkligt värde. Det förekom dock inte några tydliga redogörelser för om ett sådant försäljningspris kunde vara påverkat av sådana komponenter som inte får påverka verkligt värde på fastigheterna. Exempel på sådana komponenter skulle kunna vara förmånlig finansiering i affären, synergieffekter som inte är allmänt tillgängliga för aktörer på marknaden eller andra förmånliga överenskommelser för köparen som inte är av marknadsmässig karaktär.

När det gäller så kallade dag 1-vinster vid indirekta förvärv av fastigheter som ligger i bolag så framkom ovan att det vanligaste föreföll vara att fastighetsbolagen redovisar en omvärderingsvinst i nära anslutning till förvärvet. I de fall det överenskomna underliggande fastighetsvärdet i transaktioner överstiger vederlaget för fastigheterna i form av pris på aktier och eventuellt övertagna skulder i förvärvade bolag, blir en sådan nyss beskriven redovisning aktuell. Ofta beror en sådan skillnad mellan vederlag och underliggande fastighetsvärde på en så kallad "skatterabatt" när det skattemässiga värdet på fastighet i bolag understiger överenskommet underliggande fastighetsvärde. I detta sammanhang kan det dock vara av intresse att notera vad som förs fram i Finansanalytikernas rekommendationer (Sveriges Finansanalytikerna förening, 2021, s 186) om sådana s.k. dag 1-vinster:

"Observera dock att enligt IFRS 13 är verkligt värde definierat som ett exit price. De 100<sup>19</sup> som beskrivits ovan kan i detta sammanhang betraktas som ett entry price. Det finns ingen automatik i att entry och exit price alltid måste vara samma sak. Om det inte finns tydligt empiriskt stöd att det finns fler aktörer än köparen i ovan beskrivna situation som skulle vara beredda att betala ett pris för aktierna som innebär samma underliggande fastighetsvärde (100) vid förvärvstidpunkten, kan det ifrågasättas om underliggande fastighet utan vidare kan uppvärderas till (100) i den ovan beskrivna situationen."

---

<sup>19</sup> I bokens exempel hade fastighet i bolag ett, mellan parterna i transaktionen, överenskommet underliggande fastighetsvärde på 100

Det kan också här vara intressant att fästa uppmärksamheten på att i stort sett samtliga respondenter anger att de tillämpar dag 1-vinster i situationer som diskuterats ovan. Detta skulle innebära att det vanligast förekommande är att entry-priset (i dessa fall det underliggande fastighetsvärde som överenskommits mellan parterna) vid ett indirekt förvärv av fastigheter (fastigheter i bolag) betraktas vara lika med verkligt värde (exit price).

#### **11.4 Iakttagelser från erhållna värderingsutlåtanden**

Inga av de externa värdeutlåtanden tar upp begreppet verkligt värde i IFRS 13 (inklusive definition) samt verkligt värde-hierarkin i IFRS 13 (nivå 1-3) vilket borde vara naturligt om värderingsuppdragets syfte är att värdera för användning i finansiella rapporter som ska upprättas enligt IFRS. Inga diskussioner heller om begreppen entry price vs exit price som finns i IFRS 13.

I allt väsentligt styrker genomgången av dessa värderingsdokument vad som framkommit i tidigare kapitel, särskilt att det är svårt att värdera fastigheter i en situation där det är få transaktioner, där transaktioner är påverkade av sidovillkor och där det finns stor osäkerhet i den ekonomiska situationen och där transparensen kring transaktionerna i många fall är för knapphändig.

#### **11.5 Om osäkerhet och eftersläpningar i värderingar**

I de dokument som vi utgått från framkommer att värderare bedömer att det idag finns större osäkerhet både globalt och på den svenska fastighetsmarknaden. I endast ett fall har värderarna dock angett ett större osäkerhetsintervall än tidigare.

En ytterligare notering är att osäkerhetsintervallet i normalfallet borde skilja sig om det exempelvis är fråga om värdering av kontor eller projekt. De mera allmänna uppfattningarna som framförts om normala osäkerhetsintervall om +/- 5-10 procent borde skilja sig åt mellan olika fastighetsbolag beroende på vilken typ av fastigheter som dominerar i deras innehav. Några sådana diskussioner finns dock inte i det studerade materialet.

#### **11.6 Revisorer och fastighetsvärderingar**

I en studie som refererats till ovan avseende revision av verkliga värden i fastighetsbranschen i Sverige (Nordlund, Lorentzon & Lind, 2021) togs upp vissa intressanta iakttagelser. Studien visade att utgångspunkten för revisionen var fastighetsbolagens bedömningar av verkliga värden. Detta leder till risk för ett förankringsförfarande och skulle i förlängningen kunna innebära att bevisbördan ligger på revisorn om denne skulle vilja att

ett fastighetsbolag skulle ändra värdet. Bl.a. kontrollerade revisorerna olika indata i beräkningar som användes i värderingarna mot andra källor och på så sätt kan stora avvikelser upptäckas, men eftersom det finns osäkerheter i alla dessa indata skulle det kunna vara så att revisorerna tvekar att ifrågasätta det värde som fastighetsbolaget presenterar. Detta skulle i sin tur kunna föranleda "management bias". Svaren från respondenterna i studien, vilken det refereras till ovan i detta stycke, pekar vidare på att några av respondenterna gav uttryck som kan tolkas som att fastighetsbolagen besitter expertmakt och att revisorerna behöver starka bevis för att ifrågasätta de värderingar som fastighetsbolagen presenterar. Några av respondenterna i den studien nämnde att innehavarna av fastigheterna antingen "känner sina fastigheter mycket väl, vilket är avgörande för en korrekt värdering" eller att det är "svårt att se vilket värde det skulle kunna tillföra om revisorn först gör en egen uppskattning eftersom ägaren till fastigheterna känner sina fastigheter bäst".

Beträffande noteringen från studien refererad till ovan om att revisorerna normalt inte gör egna fristående värdebedömningar innan de granskar den av fastighetsbolaget presenterade värderingen, verkar också överensstämma med respondenternas uppfattningar i denna fråga i studien som denna rapport avser. I sammanhanget kan observeras att det som avses här med den av fastighetsbolaget presenterade värderingen kan avse såväl interna värderingar som externa värderingar.

Det kan också konstateras att det skulle behövas förändringar – och rimligen relativt kostsamma sådana – om revisorerna skulle göra mer självständiga bedömningar av redovisade fastighetsvärden. Om det finns en allmän samsyn i värderingsbranschen kring centrala variabler så kan det också diskuteras om värderare anlitade av ett revisionsföretag skulle komma till väsentligt annorlunda slutsatser.

Detta tydliggör svårigheter att helt objektivt granska, inhämta revisionsbevis och bedöma verkliga värden som presenteras i årsredovisningar. Fastigheter som värderats i huvudsak med nivå 3-input i verkligt värdehierarkin är ett tydligt exempel på detta.

## **11.7 Redovisade värdeförändringar**

Ser man på storleken på de realiserade och orealiserade värdeförändringar i det urval av fastighetsbolag som ingår i studien så varierar den från nära noll till nästan minus 8 procent från toppen fram till och med första kvartalet 2023. Medeltalet rapporterat för de tio fastighetsbolagen var en värdenedgång på -4,7 procent.

Några fastighetsbolag delar upp denna förändring i sådan som sammanhänger med driftnetto, pågående projekt och ändringar i avkastningskrav för att förklara varför värdenedgången blev relativt begränsad. Med denna uppdelning kunde förändring i avkastningskrav t.ex. leda till en orealiserad värdenedgång på såg 5 procent i fjärde kvartalet



2022, men detta motverkades dock av orealiserade värdeökningar sammanhängande med ökat driftnetto och/eller färdigställda projekt.

Generellt är bilden det som kännetecknat även tidigare konjunkturedgångar. Börskurserna för fastighetsbolag faller relativt kraftigt men nedjusteringarna av värdena på fastigheterna i fastighetsbolagens årsredovisning går långsamt. De rapporterade värdenedgångarna börjar senare än börsnedgången och sker i regel i små steg. Med tanke på eftersläpningen mellan prissättningen på aktiemarknaden och prissättningen på fastighetsmarknaden kan detta vara naturligt till en början, särskilt då börsuppgången fram till hösten 2021 var stark och inte avspeglade fastighetsbolagens rapporterade verkliga värden. Dock, ju längre trenden med nedåtgående aktiepriser för fastighetsaktier pågår, desto svårare torde det normalt bli att förklara större skillnader i utveckling mellan de båda marknaderna (aktiemarknaden och den underliggande fastighetsmarknaden). Frågan om aktieprisutveckling för noterade fastighetsbolag och kopplingen till underliggande fastighetsvärden diskuteras i en aktuell artikel som publicerats på [Fastighetsnytt.se](https://fastighetsnytt.se) den 12 maj 2023, se Lind "Därför faller inte fastighetsvärdena när börskurserna rasar". Redan i en rapport till Riksbanken 2011 togs frågan upp om att det borde finnas en poäng med att bevaka aktieprisutvecklingen för noterade fastighetsbolag som ett led i att följa upp och rapportera om finansiell stabilitet, se Lundström & Nordlund (2011).

## 11.8 Teorier om påverkan från beställaren och beteendekonometri

Syftet med detta avsnitt är att peka på vissa rön inom forskningen som kan vara relevanta. Som kommer att framgå är det dock områden där det är mycket svårt att få evidens rörande om och i så fall hur empiriskt viktig en faktor är för en viss marknad vid en viss tidpunkt.

### *Beställarepåverkan*

En sak som är viktig att notera när det gäller fastighetsvärderingar är att det kan förekomma av olika former av beställarinflytande "client influence". Detta skulle kunna vara mycket relevant även när det gäller externa värderingar, det vill säga inte bara när det gäller internt utförda värderingar. Achu (2013) presenterar en litteraturöversikt om klientinflytande i samband med fastighetsvärderingar och bland slutsatserna i denna artikel förs fram att den befintliga forskningen om klientinflytande tydligt har visat att påtryckningar och influenser från klienter leder till att opartiskheten i vissa fall kan ifrågasättas i värdeutlåtanden från värderare. Vidare tar Achu (2013) upp att förekomst av prestationsbaserade bonusar i Storbritannien kan förklara vissa av ansträngningarna att påverka värderare. Detta är också i linje med resultaten i Baum et al (2000).

Det finns en omfattande forskning om "client influence" eller "management bias" när det gäller fastighetsvärderingar (se även t.ex. Bellman 2022 – särskilt avsnitt 2.2.2 – eller Lind & Nordlund 2021)

Man kan urskilja ett antal varianter när det gäller påverkan från beställare av värderingar:

Bellman beskriver en variant som kallas "opinion shopping". Beställaren kan ha information om att värderingsföretag har en tendens att vara mer eller mindre optimistiska och försöka välja de företag som tenderar att komma till värden som ligger i linje med det som fastighetsbolaget önskar. I och med att värderingar är osäkra finns ett utrymme för att värdera högre eller lägre utan att det går att säga att det ena värdet är rätt och det andra fel. "Opinion shopping" kan i sin tur påverka värderingsföretagen som kan misstänka att om de inte kommer till resultat som beställaren uppskattar så får de färre uppdrag.

Bellman påpekar också att det i regel är fastighetsägaren som förser värderaren med information och att beställaren har ett informationsövertag rörande den enskilda fastigheten och efterfrågan på lokaler där. Förekommer avstämningar mellan värderare och beställaren kan beställaren genom detta informationsövertag lägga fram information som pekar på att värdet bör ändras i den riktning som beställaren önskar.

Flera av fastighetsbolagen har vid intervjuerna bekräftat att möten sker med värderare för att diskutera antaganden och preliminära resultat innan värdena slutligen överlämnas, se Baum, A. et.al. (2000). Vid s.k. draft valuation meetings kan selektiv information ges till värderare för att påverka slutresultatet. Från intervjuerna framkom att ledningen i vissa fastighetsbolag hade en egen tämligen bestämd uppfattning om avkastningskrav och värdenivåer.

### *Beteendekonomi*

Ett par av fastighetsbolagen har fällt kommentarer som är i linje med teorier om "overconfidence", dvs att även om det kommer en nedgång så kommer det egna fastighetsbolagets fastigheter inte att drabbas lika mycket som andras. Som berörts tidigare i rapporten finns risker för s.k. flockbeteende dvs att för att minska olika risker gör man antaganden som är linje med de antaganden som man tror att andra gör. Man resonerar ihop sig om vad som är den gemensamma uppfattningen i olika frågor.

Flockbeteende kan även utmynna i att även om stor osäkerhet föreligger om framtiden så kan aktörerna ha intresse att göra liknande antaganden och därmed komma till liknande resultat.

## **11.9 Avslutande kommentar**

Av intresse att notera i detta sammanhang är också att IVS anger att ortsprismetod är att föredra som värderingsmetod under förutsättning att det är fråga om en aktiv marknad enligt vår tolkning. Vidare anger IVS att värderare ska bedöma vilken eller vilka metoder som är nödvändiga och mest relevanta för att bedöma det relevanta värdet, i detta fall verkligt värde i enlighet med definition i IFRS 13. Av IVS framgår även att efterlevnad av IVS kan kräva att värderaren använder en metod som inte definieras eller nämns i IVS. Utan att

föreskriva någon sådan alternativ metod har vi ovan tagit upp resonemang kring tänkbara alternativa värderingsmetoder. Skulle det exempelvis kunna vara så att kravet i IFRS 13 Appendix A om att marknadsaktörerna ska vara kapabla eller ha möjlighet att gå in i en transaktion för tillgången eller skulden skulle kunna medföra att s.k. hypotetiska köparkalkyler för sannolika köpkategorier skulle behöva utgöra komplement som värderingsmetod? Vi har även framfört att ett flertal studier visat att en korrelation på lite längre sikt mellan utvecklingen av priset på noterade fastighetsaktier och underliggande fastighetstillgångar är förhållandevis stark. En sådan korrelation kan dock normalt inte påvisas på kortare sikt eller ge ett heltäckande svar när det gäller verkliga värdet på fastigheterna. Dock, om trenden i priset på fastighetsaktier pågått en längre tid borde även en metod som väger in detta faktum vara ett tänkbart komplement vid bedömning av verkligt värde på fastigheterna.

En mycket kritisk fråga här är hur fastighetsbolagen härlett de mest väsentliga indata som används i värderingsmodellerna. Den centrala frågan här är: Kommer väsentliga indata i modeller från egna uppfattningar i fastighetsbolagen om exempelvis avkastningskrav eller framtida kassaflöden, eller är dessa fullt ut härledda från hur marknadsaktörerna resonerar om dessa indata vid aktuell värdetidpunkt?

Vi instämmer med vad en respondent föreslagit om att börserna eller Finansinspektionen skulle behöva ta fram riktlinjer eller rekommendationer om vilken information som ska framgå i pressreleaser som sker kring fastighetstransaktioner. Detta för att få mer enhetlighet och därigenom öka transparensen på marknaden. Exempel på frågor som skulle kunna vara i behov av tydliggöranden är hur aktörerna kommit fram till underliggande fastighetsvärde i transaktionen, hur olika villkor ser ut i transaktionen som exempelvis finansieringen (räntenivåer, amorteringsvillkor, löptider för räntebindning och kapitalbindning), om hyresgarantier förekommit m.m. Hur stor får en avvikelser vara mellan senast rapporterade verkliga värde på fastigheter och överenskommet underliggande värde i en transaktion för att det ska få rapporteras som att värdet är "i linje med bokfört värde"? Som framgått ovan i denna rapport är tillförlitlig information från transaktionsmarknaden för fastigheter av mycket väsentlig betydelse och som underlag från marknaden vid fastighetsvärdering. De underliggande värden på fastigheter i bolagsaffärer som rapporteras till marknaden utgör mycket central information för att i nästa steg bedöma exempelvis ett sådant värde per kvadratmeter uthyrbar area eller vilken direktavkastning som kan bedömas i sådana transaktioner.

Som togs upp i avsnitt 6.2 och 6.5 ovan så finns en annan fråga som är mycket viktig för transparensen på fastighetsmarknaden. Denna fråga handlar om hur driftnetton/driftöverskott borde rapporteras både i samband med transaktioner och i finansiella rapporter men möjligen även i fastighetsvärderingar. Vi nämnde där att exempelvis värderingschefer från tre olika större banker väckte frågan om utbetalningar för periodiskt underhåll i fastighetsvärderingar och där de gav uttryck för att deras uppfattning var att det som redovisas i detta avseende i värderingar utgör alldeles för låga belopp i förhållande till de verkliga behoven. Frågan om vilka krav som behöver ställas för att något

ska kunna kallas för ett driftnetto/driftöverskott har även betydelse för bedömning av räntetäckningsgrader vid bl.a. kreditgivning och i förlängningen även vid bedömning av finansiell stabilitet. De drift- och underhållskostnader som redovisas i resultaträkningen i de undersökta fastighetsbolagen är normalt väsentligt lägre än de utbetalningsnivåer avseende drift- och underhåll som redovisades ovan i avsnitt 6.2 och figurerna 6.1-6.3. Vi har ovan och i bifogade nomenklaturlista (bilaga 1) tagit upp definitioner av driftnetto, fritt operativt kassaflöde m.m. som kan tjäna som underlag för en utvärdering från Finansinspektionens sida när problem med driftnetto-begreppet behöver utredas/diskuteras. Vi har även i detta sammanhang hänvisat till EPRA (2022) där de tar upp hur upplysningar och uppdelningar borde ske i finansiella rapporter när det gäller investeringar i fastighetsbestånd. I korthet skulle investeringarna i not till balansräkningen behöva delas upp på sådana investeringar som ökar uthyrbar area (förvärv, nybyggnation och tillbyggnation) och sådana investeringar som utgör ersättnings-/återinvesteringar i befintligt fastighetsbestånd. En allmän, men viktig, reflektion, enligt vår uppfattning, är att redovisning av driftnetto borde ske i form av tilläggsupplysningar i finansiella rapporter i stället för att försöka redovisa detta viktiga mått i resultaträkningar. De försök som görs att redovisa driftnetton i resultaträkningar leder fram till att "driftnettot" blir en följd av redovisade intäkter och kostnader och inte in-respektive utbetalningar, vilket det borde vara enligt de definitioner vi redogjort för ovan i avsnitt 6.2 samt i nomenklaturlistan i bilaga 1 till denna rapport. Ett driftnetto baserat på intäkter och kostnader (redovisade i resultaträkningar) leder i sin tur normalt till överskattningar av driftnetton.

Vi har i denna rapport pekat på ett antal punkter där det enligt vår bedömning brister i transparens, t.ex. vad centrala parametrar i värderingar bygger på och hur bolagstransaktioner redovisas. Behovet av ökad transparens på fastighetsmarknaden är ett återkommande tema när frågor kommer upp om fastighetsvärdering, kreditbedömningar och finansiell stabilitet. Vikten ur ett investerarperspektiv av transparens på marknaden betonas mycket internationellt och konsultföretaget JLL publicerar vartannat år en rapport där olika länder och regioner jämförs utifrån en rad olika transparensaspekter. Den senaste rapporten (JLL 2022) heter "Global real estate transparency index 2022: Transparency in an age of uncertainty". Sverige är där ett av de tolv länder som bedöms ha "high transparency", men sju länder bedöms ha högre transparens. Behovet av ökad transparens på den svenska fastighetsmarknaden har diskuterats tidigare, t.ex. av Lundström & Nordlund (2011) som i en rapport till Riksbanken tar upp exempel på informationsbehov som visar att transparensfrågan knappast är nyuppkommen.

## Källor, referenser

- Achu, K. (2013). Client influence on property valuation: A literature review. *International Journal of Real Estate Studies*, 8(2), 24–47
- Ahn, J, Hoitash, R & Hoitash, U (2019), Auditor Task-Specific Expertise: The case of Fair Value Accounting, *Accounting Review*, 95 (3): 1–32.
- Banerjee, A. (1992). A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107, 797-817.
- Baum, A. et.al. (2000), *The Influence of Valuers and Valuations on the Workings of the Commercial Property Investment Market*, The University of Reading and Nottingham Trent University, available at [reading.ac.uk/LM/LM/valuers.pdf](http://reading.ac.uk/LM/LM/valuers.pdf)
- Bejrums, H. & Lundström, S., (1986), *Fastighetsekonomi – Hyresfastigheter*, VM Fastighetsekonomer AB, Ingemar Roos AB, Stockholm.
- Bellman, L (2022), In the mind of the property appraiser: Studies of commercial property valuation. Doctoral dissertation. Mid Sweden University.
- [Bellman, L.](#) and [Lind, H.](#) (2019), "Valuation standards and methods: are Sweden's (still) different?", *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 12 No. 1, pp. 79-96
- Bretten, J. & Wyatt, P., (2001), Variance in commercial property valuations for lending purposes: an empirical study, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 19 No. 3.
- Catella (2023), Catella CREDI - Catella Real Estate Debt Indicator. Mars 2023, tillgänglig på: [catella.com/sv/sverige/analys/2023/credi-mars-2023](http://catella.com/sv/sverige/analys/2023/credi-mars-2023)
- CFA Institute (2020), *Global Investment Performance Standards (GIPS)*, tillgänglig på [cfainstitute.org/-/media/documents/code/gips/2020-gips-standards-firms.pdf](http://cfainstitute.org/-/media/documents/code/gips/2020-gips-standards-firms.pdf)
- Christensen, P.T. (2016), The grass is not always greener – Appraiser liability in the US doesn't look so bad when compared with other countries, *Valuation*, Q4, Appraisal Institute, Chicago, USA
- Colliers (2022), Colliers Nordic Monthly April 2023 – The Nordic Property Markets, Colliers Research
- Crosby, N (2000), Valuation accuracy, variation and bias in the context of standards and expectations – Conference papers, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 18, No. 2, pp 130-161.
- Crosby, N., Devaney, S. Lizieri, C., Mansley, N. and Wang, Z. (2020) *Prudent Value Methodologies in Commercial Real Estate Lending*. Investment Property Forum: London.
- Crosby, N & Hordijk (2021), *Approaches for prudent Property Valuations across Europe*, tillgänglig på [approaches for prudent property valuations across europe report 2021 05 10.pdf](http://approaches-for-prudent-property-valuations-across-europe-report-2021-05-10.pdf)
- Devaney, S, Xiao, Q & Clacy-Jones, M (2012), Listed and direct real estate investment: a European analysis, EPRA Research, Brussels, Belgium.
- Diaz, J., & Hansz, J. A. (2007). Understanding the behavioural paradigm in property research. *Pacific Rim Property Research Journal*, 13(1), 16–34.
- Ekelid, M, Lind, H, Lundström, S & Persson, E, Treatment of uncertainty in appraisals of commercial properties Some evidence from Sweden, *Journal of Property Valuation & Investment*, Vol. 16 No. 4, 1998, pp. 386-396.
- EPRA, (2022) *EPRA Best Practices Recommendations Guidelines*, February, European Public Real Estate Association, Brussels, Belgium

EVS (2020), *European Valuation Standards, 9th Edition*, TEGoVA, tillgänglig på [a6048c931cdc93\\_TEGOVA\\_EVS\\_2020\\_digital.pdf](https://www.tegoval.com/tegoval/EVS_2020_digital.pdf)

*Fastighetsnomenklatur – Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*, (2021) 14 uppl., Lund: Studentlitteratur, ISBN 978-91-44-15163-2

Fastighetsvärlden (2018), *Nyhetsbrevet Fastighetsvärlden Idag*, 2018-01-31, Tidnings AB Fastighetsvärlden, Stockholm

Fastighetsvärlden (2022), Nr 8, Tidnings AB Fastighetsvärlden, Stockholm

Geanakoplos, J.D. (2010). The leverage cycle. Cowles Foundation Discussion Paper No. 715R.

Gustafsson, C, Landeman, M & Palm, P (2022), Innebörden av marknadsvärde och driftnetto, *Samhällsbyggaren*, Nr 1 2022, Samhällsbyggarna, Stockholm, tillgänglig på: [samhallsbyggaren.online/wp/featured/inneborden-av-marknadsvarde-och-driftnetto/](https://samhallsbyggaren.online/wp/featured/inneborden-av-marknadsvarde-och-driftnetto/)

Hitz, J.-M. (2007), "The decision usefulness of fair value accounting – a theoretical perspective", *European Accounting Review*, Vol. 16 No. 2, pp. 323-362

Hoesli, M. & MacGregor, B.D. (2000), *Property Investment*, Pearson Education Ltd, Singapore.

Hoesli, M. and Oikarinen, E. (2012). Are REITs Real Estate? Evidence from International Sector Level Data? Research Papers series no. 12–15. Swiss Finance Institute.

IAASB, (2019), Overview of ISA 540 (Revised) and Conforming and Consequential Amendments to other standards, Slide show, International Auditing and Assurance Standards Board, available on [slideshare.net/IFAC\\_Multimedia/isa-540-revised-overview](https://www.slideshare.net/IFAC_Multimedia/isa-540-revised-overview) Published on January 10, 2019

IASB, (2023), *IFRS Accounting Standards 2023 Part A – Required Standards and the Conceptual Framework for Financial Reporting*, International Accounting Standards Board, London:

IAS 16 – Property, Plant & Equipment (Materiella anläggningstillgångar)

IAS 40 – Investment Property (Förvaltningsfastigheter)

IFRS 13 – Fair Value Measurement (Värdering till verkligt värde)

IFRS 16 – Leases (Leasing)

IASB, (2023b), *IFRS Accounting Standards 2023 Part C – Bases for Conclusions Required Required at 1 January 2023*, International Accounting Standards Board, London

ISA 540 (2020), *ISA 540 (Revised), Auditing Accounting Estimates and Related Disclosures*, International Auditing and Assurance Standards Board, IFAC- The International Federation of Accountants, New York, USA

IVS (2021), *International Valuation Standards - Effective from 31 January 2022*, International Valuation Standards Council, London.

IVSC (2009), *IVSC Response to IASB Fair Value Measurement Exposure Draft*, International Valuation Standards Council, London.

JLL (2022), *Global real estate transparency index 2022: Transparency in an age of uncertainty.*

Joe, J.R., Vandervelde, S.D. & Wu, Y-J, (2017), Use of High Quantification Evidence in Fair Value Audits; Do Auditors Stay in their Comfort Zone?, *The Accounting Review*, 92 (5), pp 89-119

Lind, H (2023), Därför faller inte fastighetsvärdena när börskurserna rasar, [fastighetsnytt.se](https://www.fastighetsnytt.se) 2023-05-12

- Lind, H. & Nordlund, B. (2014), A Transparent Two-Step Categorization of Valuation Methods, *The Appraisal Journal*, Summer 2014, pp 244-251
- Lind, H & Nordlund, B (2019) The concept of market value in thin markets and its implications for international accounting rules (IFRS), *Journal of Property Investment & Finance*, [doi.org/10.1108/JPIF-02-2019-0022](https://doi.org/10.1108/JPIF-02-2019-0022)
- Lind, H & Nordlund, B (2021), *Advanced Issues in Property Valuation*, Wiley Blackwell, UK.
- Lorentzon, J. (2011), Att värdera tillgångar – Verkligt värde inom skogs- och fastighetsbranschen (The Value of Assets – Assessing Fair Value of Forest Assets and Investment Properties), Gothenburg University, School of Economics and Commercial Law, Department of Business Administration, Gothenburg.
- Lundström, S. & Gustafsson, C. (2006), Valuation variation – Result from a repeated experiment, Pacific Rim Real Estate Society (PRRES) Paper presented at the PRRES Conference in Auckland 2006.
- Lundström, S & Nordlund, B, (2011), *Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet*, Sveriges Riksbank, Stockholm.
- Mallinson, M & French, N (1998), Uncertainty in Property Valuation – The nature and relevance of uncertainty and how it might be measured and reported, *Journal of Property Investment & Finance*, pp 13-32
- Martin, R.D., Rich, J.S., Wilks, T.J. (2006), Auditing Fair Value Measurements: A Synthesis of Relevant Research, *Accounting Horizons*. Vol 20 No 3, pp 287-303.
- MSCI Real Assets Analytics Portal. Statistik om avkastning och förvaltningsnyckeltal.
- Mokrane, M., (2002), *Valuations – standards, accuracy, consistency*, IPD European Property Strategy Conference May 2002.
- Nordlund, B. (2014), Property Returns, Free Cash-Flows and Need for Disclosures, *EPRA News*, No 47, pp 19-20, European Public Real Estate Association, Brussels, Belgium
- Nordlund, B. (2021) Ekonomisk analys av fastigheter och fastighetsföretag (Kapitel 18). I *Fastighetsnomenklatur – Fastighetsekonomi och fastighetsrätt* (14 uppl.), Lund: Studentlitteratur. s 333-368
- Nordlund, B., Lorentzon, J. and Lind, H. (2021). A note on auditing Fair Value of investment properties, *Journal of Property Investment and Finance*, available at [emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JPIF-01-2021-0009/full/html](https://emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JPIF-01-2021-0009/full/html)
- Nämnden för svensk redovisningstillsyn (2021) tillgänglig på [redovisningstillsyn.se/UserFiles/Beslut/11\\_2021\\_Dnr\\_2020\\_16.pdf](https://redovisningstillsyn.se/UserFiles/Beslut/11_2021_Dnr_2020_16.pdf)
- Nämnden för svensk redovisningstillsyn (2023), Årsrapport redovisningstillsyn 2022, tillgänglig på: [redovisningstillsyn.se/UserFiles/PublikationerOchInbjudningar/2022\\_Arsrapport\\_FINAL.pdf](https://redovisningstillsyn.se/UserFiles/PublikationerOchInbjudningar/2022_Arsrapport_FINAL.pdf)
- Quan, D. C., & Quigley, J. M. (1991). Price formation and the appraisal function in real estate markets. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 4(2), 127–146.
- RICS (2021), *RICS valuation – global standards. RICS professional standards and guidance* (Red book) – Effective from 31 January 2022. The Royal Institution of Chartered Surveyors, London
- Räckle, G., Eurenus Edlund, L., Heving J. & Westerling Stockenstrand D. (2022), Kostnaderna för periodiskt underhåll måste spegla verkligheten. Tidningen Samhällsbyggaren nr 2 2022, tillgänglig på: [samhallsbyggaren.online/wp/debatt/5766/](https://samhallsbyggaren.online/wp/debatt/5766/)

Samlingsvolymen 2021 – FAR Förlag AB, Stockholm

BFNAR 2016:10 – Årsredovisning i mindre aktiebolag (K2)

BFNAR 2012:1 – Bokföringsnämndens allmänna råd om års- och koncernredovisning (K3)

Sebastian, S. and Schätz, A. (2009). Real Estate Equities—Real Estate or Equities? IRE BS International Real Estate Business School.

Selling, T.I. & Nordlund, B. (2015), The problem of management bias in accounting estimates: An investor perspective on root causes and solutions, *Business Horizons*, Volume 58, Issue 5, September–October, pp 501-508

Shiller, R.J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Stockholms stad (2021), Tjänsteutlåtande markanvisning för kontor, tillgänglig på: [insynsverige.se/documentHandler.ashx?did=2010614](https://insynsverige.se/documentHandler.ashx?did=2010614)

Sveriges Allmännyttan, (2020), *Komponentredovisning av fastigheter – En vägledning*, Sveriges Allmännyttan, Stockholm.

Sveriges Allmännyttan (2022), *Ekonomisk statistik 2021 – Utblick 2022-2023*, Sveriges Allmännyttan, Stockholm

Sveriges Finansanalytikernas förening (2021), *Finansanalytikernas rekommendationer*, Stockholm, ISSN 1401-1298

Thorne, C. (2009), Value: fair or foul, *EPRA News*, March, pp. 14-17.

Young, M.S., Fisher, J.D. & D'Alessandro, J. (2017), New NCREIF Value Index and Operations Measures, *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 25, No. 1, pp. 221-235.



## Bilaga 1 - Nomenklaturlista

Termerna nedan bygger till övervägande del på nomenklaturlista i boken Fastighetsnomenklatur (2021)

avkastningskrav	Det krav på avkastning, uttryckt antingen i ett direktavkastningskrav eller totalavkastningskrav, en fastighetsägare/investerare har på en fastighet eller fastighetsbestånd. Avkastningskrav kan även formuleras för eget kapital. I vissa sammanhang används uttrycket avkastningskrav även för det som nedan benämnes kalkylränta och diskonteringsränta. Vilken typ av avkastningskrav som avses i ett visst sammanhang bör preciseras som exempelvis direktavkastningskrav eller kalkylränta.	
avkastningsmetod	Synonym till begreppet inkomstmetod, se inkomstmetod.	Income approach
central administration	Administrationskostnader i ett företag som är av övergripande företagsgemensam art. Ska inte ingå i begreppet driftnetto/driftöverskott.	
direktavkastning (%)	Alternativa begrepp är nettokapitaliseringsprocent, yield eller cap rate. Kvoten mellan faktiskt alternativt bedömt normaliserat driftnetto och en fastighets marknadsvärde alternativt pris. Direktavkastning vid avkastningsmätning (dvs. income return ex post) avser faktiskt driftnetto dividerat med sysselsatt kapital. Det är nödvändigt att det i varje enskilt fall anges vilket av dessa betydelser av begreppet som avses och principen för hur det har beräknats.	Yield, cap rate och income return
direktavkastningskrav (%)	Krav på direktavkastning, yield eller cap rate (ex ante) som används vid värdering med direktavkastningsmetod eller för bedömning av restvärde i kassaflödesmetod.	Yield or cap rate
Direktavkastningsmetod	Metod för bedömning av marknadsvärde eller individuellt avkastningsvärde för en fastighet med ledning av evighetskapitalisering av ett normaliserat första års driftnetto. Beroende på om marknadsmässiga eller individuella	Direct capitalisation method or yield capitalisation method or constant growth model

	antaganden appliceras är syftet bedömning av marknadsvärde eller individuellt avkastningsvärde. Se även orsprismetod, Gordons formel och normaliserat driftnetto.	
diskonteringsmetod	Metod där framtida in- och utbetalningar prognostiseras för ett antal år och nuvärdesberäknas till värdetidpunkten. Se kassaflödesmetod.	
diskonteringsränta	Se kalkylränta	
driftkostnad	Periodiserad utgift för att nyttja en fastighetsfunktion, vari ingår utgifter för bl.a. tillsyn, skötsel, försäkring och mediaförsörjning.	
driftnetto	Årligt överskott som utgörs av hyresinbetalningar minskat med utbetalningar för drift (fastighetsskötsel och mediaförbrukning), underhåll och ersättningsinvesteringar (för att återställa objektets funktion) samt fastighetsskatt/-avgift, fastighetsadministration och i förekommande fall tomträttsavgäld. Central administration i företaget ska ej beaktas. Driftnetto används i kassaflödeskalkyler och andra investeringskalkyler. Som approximation för in- och utbetalningar kan motsvarande intäkter och kostnader utnyttjas, med tillägg för aktiverade ersättningsinvesteringar. Om olika former av hyrestillägg inkluderas i hyran ska även motsvarande driftutbetalningar bruttoredo visas vid beräkning av driftnettot och detta gäller normalt även eventuella utbetalningar för så kallade hyresgästpassningar. Se underhållskostnad om olika redovisningsprinciper för underhåll och investering. Jämför normaliserat driftnetto.	Cash flow or Net operating income
driftöverskott	Se driftnetto.	
fair value	Se verkligt värde.	
fair value model	Redovisningsmetod som innebär att förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde i balansräkning med värdförändringar redovisade i resultaträkning.	

fastighets- administration	Administrationskostnader i ett fastighetsföretag som redovisas som en del av funktionen fastighetskostnader och således belastar redovisat driftnetto/driftöverskott.	
fritt operativt kassaflöde (FOK)	Rörelseresultat plus avskrivning minus reinvesteringar för att bibehålla fastighetens avkastningskapacitet plus förändring av rörelsekapitalet.	
förvaltningsfastighet	Fastighet som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa.	
individuellt avkastningsvärde	Nuvärde av framtida in- och utbetalningar från en fastighet givet en viss aktörs bedömning av ingående variabler. Se även inkomstmetod och kassaflödesmetod.	Investment value or worth. Investment value is the value of an asset to a particular owner or prospective owner for individual investment or operational objectives.
inkostmetod	Metod för bedömning av värde (marknadsvärde eller individuellt avkastningsvärde) med utgångspunkt i den ekonomiska avkastningen från fastigheten. På engelska: income approach. Innebär värdering av fastighet med antingen kassaflödesmetod eller Gordons formel, alternativt med ortsprismetod där priser normeras med hyra eller driftnetto. Synonym till begreppet avkastningsmetod.	
IVS	International Valuation Standards, av IVSC framtagna internationella standarder för värdering av fastigheter.	
IVSC	International Valuation Standard Council. Internationell organisation som utarbetar internationella standarder för värdering av fastigheter.	
kalkylränta	Procentsats som används vid investeringsanalys för omräkning av belopp över tiden. Benämnes även diskonteringsränta i vissa sammanhang.	

kassaflödesmetod	Värderingsmetod där framtida in- och utbetalningar samt eventuellt restvärde diskonteras. Kan användas både för bedömning av individuell avkastningsvärde och marknadsvärde.	Discounted Cash Flow (DCF) method.
kommersiell fastighet	Fastighet som innehas med syfte att generera intäkter genom uthyrning eller exploatering. Utgörs av mark och byggnader med lokaler, som kan vara avsedda för kontor, handel, hotell, industri, lager, logistik eller dylikt. Även mark upplåten med tomträtt inkl. byggnader kan ingå.	
kommersiellt fastighetsföretag	Fastighetsföretag som drivs med vinstsyfte och som äger fastigheter med bostäder eller lokaler för uthyrning eller äger mark för exploatering. Offentligt ägda fastighetsföretag ingår ej.	
marknadshyra	Marknadshyra är det bedömda belopp för vilket en hyresrätt till fastighet borde kunna upplåtas vid värdetidpunkten av en villig hyresvärd till en villig hyresgäst på normala villkor mellan parter i oberoende ställning, efter sedvanlig marknadsföringstid och där parterna har handlat kunnigt, insiktsfullt och utan tvång. Definierat i IVS 104 §40.	Market rent is the estimated amount for which an interest in real property should be leased on the valuation date between a willing lessor and a willing lessee on appropriate lease terms in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.
marknadsvärde	Marknadsvärde är det bedömda belopp för vilket en tillgång eller skuld borde kunna överlåtas vid värdetidpunkten mellan en villig köpare och en villig säljare i oberoende ställning till varandra, efter sedvanlig marknadsföringstid, där parterna har handlat kunnigt, insiktsfullt och utan tvång. Definierat i IVS 104 §30.	Market value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.
nettokapitaliseringsmetod	Se ortsprismetod och direktavkastningsmetod.	

normaliserat driftnetto	Årligt överskott som vad gäller hyresinbetalningar baseras på marknadshyra och långsiktig vakansgrad. Utbetalningar utgörs av normala årliga utgifter för objektet, plus en bedömd genomsnittlig årlig betalning under byggnadens livscykel för sådana åtgärder som utförs med vissa intervall i syfte att återställa objektets funktion och därmed förmåga att långsiktigt generera förutsatta hyresinbetalningar. Central administration i företaget ska ej beaktas. Används i direktavkastningsmetod och Gordons formel. Jämför driftnetto.	
nuvärdeberäkning, diskontering	Omräkning av ett belopp till en tidigare tidpunkt med hjälp av kalkylränta.	
off market-affär	Affär som förhandlas och görs direkt mellan en säljare och en köpare utan att objektet utbudits till marknaden.	
ortsprisanalys	Insamling och bearbetning av uppgifter från genomförda överlåtelser för att erhålla nyckeltal som t.ex. pris per kvm eller direktavkastning.	
ortsprismetod	Metod för bedömning av en fastighets marknadsvärde med ledning av betalda priser för likartade fastigheter, s.k. jämförelseobjekt, som försålts på en fri och öppen marknad. Observerade priser kan normeras på olika sätt, t.ex. pris per kvadratmeter, pris per hyreskrona (bruttokapitaliseringsfaktor), driftnetto dividerat med pris (direktavkastning, nettokapitaliseringsprocent) eller pris per taxeringsvärdekrona (köpeskillingskoefficient).	The market approach provides an indication of value by comparing the asset with identical or comparable (that is similar) assets for which price information is available. The comparable transactions method utilises information on transactions involving assets that are the same or similar to the subject asset to arrive at an indication of value
planerat underhåll	Underhållsåtgärder som är planerade till tid, art och omfattning.	
red book	Värderingsstandard utgiven av RICS som är kompatibel med IVS.	

RICS	En global medlemsorganisation etablerad i Sverige som erbjuder internationell auktorisation (MRICS, FRICS och AssocRICS), universitetsackrediteringar, sätter standarder och verkar för tillämpning av internationella standarder inom fastighets- och byggsektorn.	
räntetäckningsgrad	Fritt operativt kassaflöde (se definition ovan) med tillägg för ränteinbetalningar, dividerat med ränteutbetalningar	
rörelsefastighet	Fastighet som innehas för produktion och tillhandahållande av varor och tjänster eller för administrativt ändamål.	
Samhällsbyggarna	En branschövergripande ideell nätverksorganisation. Sektionen för fastighetsvärdering utgör en del av Samhällsbyggarna som bl.a. auktoriserar värderare.	
underhåll	Tekniska åtgärder som syftar till att återställa funktionen hos ett objekt.	
underhållskostnad	Periodiserade utgifter för åtgärder på exempelvis en fastighet. Tolkning av vad som utgör underhållskostnad eller investering i redovisningen är dock beroende av tillämpat regelverk i redovisningen (K2, K3 eller IFRS).	
verkligt värde	Värdebegrepp i redovisningsstandarden IFRS 13 som definieras som det pris som vid värdetidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer. Verkligt värde är definierat som ett s.k. exit price.	IFRS 13 defines fair value as the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.
värde	Ett begrepp som utgör en samlad bedömning av framtida potentiella nyttor. Värdebegreppet bör alltid specificeras mer noggrant som t.ex. marknadsvärde, individuellt avkastningsvärde eller redovisat värde.	

värdebegrepp, värdekategori	En specificering av värdet t.ex. marknadsvärde, individuellt avkastningsvärde eller affektionsvärde.
värderingsobjekt	Föremålet för värdering, t.ex. en eller flera fastigheter, del av fastighet, bostadsrätt, tomträtt eller byggnad på ofri grund.

## Bilaga 2 – Intervjuguide

- 1 Värderings-policy Beskriv företagets värderingspolicy och den process som föregår årsbokslutet.
- 2 Värderings-regim
  - a. Görs fastighetsvärdering inför årsbokslut endast internt, endast externt eller i någon kombination?
  - b. Används olika värderingsregimer (intern respektive extern) som underlag för kvartalsrapporter respektive för årsbokslut?
  - c. Skiljer det mellan förvaltningsfastigheter och exploateringsfastigheter?
  - d. Hur görs fastighetsvärdering i dotterbolag, JV, och intressebolag?
  - e. Tillämpas klyvnings- eller kapitalandelsmetoden för JV och intressebolag med fastigheter?
  - f. Hur används externa värderingar?
  - g. Vilket värde, internt eller externt, är det som slutligen utgör verkligt värde i finansiella rapporter/årsredovisning?
  - h. Hur rapporteras verkligt värde för fastigheter som sålts (bindande avtal har tecknats) före 2022-12-31 men som inte tagits bort från balansräkningen per detta datum?
  - i. Vad utgör den externt värderade andelen av företagets rapporterade:
    - Förvaltningsfastigheter per dec 2022?
    - Exploateringsfastigheter per dec 2022?
    - Fastigheter i JV och intresseföretag per dec 2022?
- 3 Värderings-processen
  - a. Hur lång tid före rapportdatum görs värderingarna? Hur säkerställer företaget att värdet är aktuellt/uppdaterat vid rapportdatum?
  - b. Hur ser informationsflödesprocessen ut från värderingsaktiviteten till olika befattningar i företaget som CFO och VD och hur ser rapporteringen ut till styrelsen i bolaget? När och av vem fattas beslut om verkligt värde?
  - c. Justeras de interna eller externa värdena i någon mån av ledningen/styrelsen innan de läggs till grund för verkligt värde i redovisningen? – vem tar detta beslut?
- 4 Värderings-metod  
Internt  
Om svaret på fråga 2 är helt eller delvis intern värdering
  - a. Beskriv vilka värderingsmetoder ni tillämpat internt för att bedöma verkligt värde på förvaltningsfastigheter per dec 2022.
  - b. Varifrån inhämtas information om direktavkastningskrav som tillämpas i dessa värderingar? Hämtas indata från externa värderingsföretag – beskriv i vilken form?
  - c. Kan ni beskriva hur ni kommer fram till kalkyl-/diskonteringsränta som tillämpas i bedömningar av verkligt värde med tillämpning av kassaflödeskalkyler?
  - d. Vilket direktavkastningskrav tillämpas vid restvärdebedömning i kassaflödeskalkylerna Är det direktavkastningskravet som föreligger vid värdetidpunkten? - eller bedömt på annat sätt – i så fall hur?



- e. Hur har lydelsen i IFRS 13 på att marknadsaktörerna ska vara kapabla att ingå en transaktion vid värdetidpunkten beaktats vid bedömningen av verkligt värde? (se Appendix A till IFRS 13 och förklaringen av "market participant" – "...able to enter into a transaction...").
- f. Eftersom information från transaktionsmarknaden normalt har väsentlig betydelse för hur bland annat direktavkastningskravet härleds – blir det följdfrågor: Hur beaktas att priser/underliggande värden avseende jämförelseobjekt kan ha påverkats av följande faktorer: transaktioner av karaktären bytesaffärer, s.k. off-markettransaktioner, om betalning skett helt eller delvis med egna aktier, transaktioner drivna av synergieffekter, förekomst av icke marknadsmässiga villkor gällande finansiering eller andra icke marknadsmässiga villkor? Hur beaktas eventuellt avdrag för uppskjuten/latent skatt vid indirekta fastighetsförvärv (fastigheter i bolag)?
- g. Undersöks eventuella jämförbara transaktioner som läggs till grund för bedömning av verkligt värde om det föreligger förhållanden av nyss nämnda slag som kan ha påverkat priset/underliggande fastighetsvärdet i transaktionen? Om så skulle vara fallet hur påverkar det ert sätt att bedöma verkligt värde med den transaktionsinformationen som underlag?
- h. I vissa marknader kan det vara "tunna förhållanden", dvs relativt få tänkbara aktörer och/eller att fastigheter som överlåtits är unika på ett sådant sätt att det är svårt att finna jämförelseobjekt på marknaden. Om ni använder transaktionsmarknadsinformation från en sådan marknadssituation – försöker ni bilda er en uppfattning om "djupet i marknaden", dvs om det finns/fanns fler tänkbara aktörer som skulle kunna tänka sig att bjuda ungefär samma pris/underliggande fastighetsvärde (eller som faktiskt deltog i budgivningen) som den aktör vilken förvärvade fastigheten, eller tar ni ej hänsyn till sådana förhållanden? Om ni försöker bilda er sådana uppfattningar – kan ni beskriva hur ni går till väga?
- i. Ytterligare en tillägsfråga på grund av transaktionsmarknadens betydelse – Vilken värderingsmetod tillämpar ni enligt er mening, eller hur erhålls relevant information från marknaden, när uppskattningar görs av verkligt värde om det finns mycket få eller inga relevanta/jämförbara transaktioner i marknaden?
- j. Vilka indata används som grund för att beräkna fastighetens driftnetto och kassaflöde förutom gällande hyreskontrakt?
- Verkliga kostnader/utbetalningar för drift och underhåll m. m.? Eller är värderingarna baserade på s.k. marknadsmässiga schablonmässiga antaganden hos sannolik investerare-/köparkategori?
  - Hur bedöms framtida hyresgästanpassningar/komponentbyten/aktiverade investeringar och potential till förädling/ombyggnad/konvertering till ny användning?
- k. Om ni tillämpar kassaflödesmetod helt eller delvis vid värdebedömningen:

- Hur bedöms hyres- och utbetalningsutveckling (drift, underhåll m. m.)?
  - Hur bedöms vakans och framtida utveckling av denna?
- 5 Värderingsmetod  
Externt  
Om svaret på fråga 2 är helt eller delvis externt
- a. Beskriv vilka värderingsmetoder externa värderare tillämpat för att bedöma verkligt värde på förvaltningsfastigheter per dec 2022.
  - b. Vilka data skickas till externa värderare som underlag förutom gällande hyreskontrakt?
  - c. Redovisar värderaren marknadsevidens för hyror och direktavkastningskrav?
  - d. Vilka indata använder den externa värderaren som grund för att beräkna fastighetens driftnetto och kassaflöde förutom gällande hyreskontrakt?
    - Verkliga kostnader/utbetalningar för drift och underhåll m. m.? Eller är värderingarna baserade på s.k. marknadsmässiga schablonmässiga antaganden hos sannolik investerare-/köparkategori?
    - Hur bedöms framtida komponentbyten/ aktiverade investeringar och potential till förädling/ombyggnad/ konvertering till ny användning?
  - e. Om de tillämpar kassaflödesmetod helt eller delvis vid värdebedömningen:
    - Hur bedöms hyres- och utbetalningsutveckling (drift, underhåll m. m.)?
    - Hur bedöms vakans och framtida utveckling av denna?
  - f. Kan vi få se ett s.k. huvudutlåtande med sammanfattning av detta?
  - g. Vilket företag eller vilka företag har utfört externa värderingar?
  - h. Växlar ni mellan värderingsföretag, görs olika delar av portföljen av skilda värderingsföretag?
  - i. Om dubbla värderingar görs – flera externa värderingar eller både internt och externt – hur sätts slutligen verkligt värde?
  - j. Hur har kravet i IFRS 13 på att marknadsaktörerna ska vara kapabla att ingå en transaktion vid värdetidpunkten beaktats vid bedömningen av verkligt värde? (se Appendix A till IFRS 13 och förklaringen av "market participant" – "...able to enter into a transaction...").
- 6 IFRS 13  
Verkligt värde
- Beskriv hur ni uppfattar definitionen av verkligt värde i IFRS 13 samt hur denna förhåller sig till definitionen av marknadsvärde i internationell värderingsstandard.
- Följdfråga
- Utveckla er syn på vad som menas med definitionen av verkligt värde enligt IFRS 13 när det gäller följande: Innebär exempelvis ett anskaffningsvärde (entry price) på en viss nivå att detta normalt är detsamma som verkligt värde (exit price) vid förvärvstillfället? Finns det situationer då dessa kan skilja sig åt?

- 7 IFRS värderings-  
hierarki IFRS 13 har en värderingshierarki i tre nivåer. Vilken nivå av inputs är vanligast vid bedömningar av verkligt värde på förvaltningsfastigheter i företaget?
- 8 Revisors-  
granskning
- a. På vilken detaljnivå sker revisorernas granskning av värderingarna?
  - b. Vilket underlag kring fastighetsvärderingar tar revisorer del av?
  - c. Gör revisorer några uttalanden eller påpekanden utifrån sin granskning av värderingar till styrelsen eller VD utöver det som står i den slutliga revisionsberättelsen?
  - d. Er uppfattning om revisionsprocessen - Gör revisorer egna värdebedömningar först, innan de tar del av företagets värderingar, som de sedan jämför med företagets värderingar, eller gör revisorerna rimlighetsbedömningar redan i första steget av de värderingar som företagen presenterar (interna/externa)?

## Bilaga 3 – Struktur på huvudutlåtande för fastighetsvärderingsvärderingsuppdrag

Som nämnts i texten ser de granskade huvudutlåtandena något olika ut och är strukturerade på lite olika sätt, men nedan är vad vi kan kalla en syntes som försöker fånga den typiska strukturen i dessa huvudutlåtande. Det får inte glömmas bort att de typiskt sett är runt tio sidor långa. Alla punkter i beskrivningen nedan finns inte i alla utlåtanden utan några utlåtanden är mer summariska.

- Presentation av företag och ansvariga värderare (finns ibland i början och ibland i slutet)
- Uppdraget, som omfattar en kort beskrivning av värderingsobjekt (t ex antal, fastighetstyp och läge i stort), underlagsmaterial, huruvida objekten besiktigats eller inte och värdetidpunkt. Det informeras om att uppgifterna från uppdragsgivaren inte granskats närmare, men att det gjorts en rimlighetsbedömning.
- Värderingsstandard som tillämpats – dvs värdering i enlighet med RICS/IVS/EVS.
- Värderingsprinciper, dvs vilket värdebegrepp som åsyftas i värderingen (marknadsvärde), vilken eller vilka metoder som använts, och kalkylförutsättningar, t.ex. antagande om inflation, om hur inbetalningar och utbetalningar kommer att utvecklas, hur restvärde beräknats i kassaflödesanalyser samt allmänt om var t.ex. direktavkastningskrav hämtats från.
- Beskrivning av det ekonomiska läget i landet, omvärlden och på olika delar av fastighetsmarknaden. Här ingår i regel även en beskrivning av fastighetsinvesterarmarknaden.
- Sammanfattande marknadsvärdebedömning
- Som bilaga en lista på värderingsobjekt och värden – vilket vi inte tagit del av

I en bilaga finns ibland "Allmänna villkor för värdeutlåtande" som tagits fram av branschen.