

Värdering av hållbarhet och kvalitet

- Vilka förändringar görs i kalkylen?

Matilda Ivarsson

Fastighetsvetenskap, Institutionen för teknik och samhälle, Lunds Tekniska
Högskola, Lunds universitet

Examensarbete 30hp

© Matilda Ivarsson

Fastighetsvetenskap
Institutionen för teknik och samhälle
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet
Box 118
221 00 Lund

ISRN/LUTVDG//TVLM/16/5353 SE

Värdering av hållbarhet och kvalitet – vilka förändringar görs i kalkylen?

Valuation of sustainability and quality – what changes is made in the calculation?

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Matilda Ivarsson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH

Handledare/Supervisor:

Ingemar Bengtsson, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Sofia Lagerblad, projektutvecklare, Hemsö Fastighets AB

Moa Chley Ternelund, analytiker, Hemsö Fastighets AB

Examinator/Examiner:

Åsa Hansson, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Opponent/Opponent:

Mathilda Persson och Marie Josefsson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Nyckelord:

Värdering, Samhällsfastighet, Miljöcertifiering, Direktavkastning

Keywords:

Valuation, Social properties, Environmental certification, Yield

Abstract

All real estates are unique, especially based on the fact that they are non-moveable and investments are long lasting. Despite the unique traits of character, most of the valuations are made using average market data, based upon the type of property, the location and the year of value. The consequence of using market standards is that properties with sustainable and environmentally friendly solutions are valued in the same way, and with similar data, as a property of modular nature.

Environmentally certified real estates are a good example of properties with value-adding qualities that is overlooked in valuations. Property owners choose to invest money in certifying their buildings, investors choose to prioritize certified buildings and tenants are making increasing demands on environmental issues. In addition, studies show that certified buildings provide higher value internationally. Despite this, the differences in the valuation of a certified property and a non-certified one, is almost non-existing in Sweden.

The purpose of the report is to investigate the factors that may affect a property's value, and identify errors that can occur when a valuation is made using average market data instead of object-specific data. In order to achieve the purpose, an examination is made of whether and why properties should be valued differently. The topic is studied from the dimension certified versus non-certified buildings. Based on interviews and previous studies, an analysis is made of which factors in a discounted cash-flow analysis that should be affected by a property's specific characteristics, as well as which decisions should be based on an object-specific valuation.

The conclusion is that, in many cases it would be better to use an object-specified valuation, especially when it comes to acquisition and development projects. If the object-specific qualities were taken into account to a greater extent, investments leading to lower risk would have a greater effect on the value.

Indications can be found, that the market is starting to put a price on an objects qualities, since prices on certified buildings is higher than the prices for normal, similar buildings. Indications show that, it is the differences in risk that makes the biggest difference in value. An important point is the fact that it is the qualities that affects the risk and not the certification itself. Risk evaluations should be made for every individual case and the reason for risk adjustments can vary from different objects, at different points of time, since the knowledge of future events and risks can vary.

The fact that properties, in many cases, should be valued based on their specific qualities can be stated, but the way the risk adjustments should be made, in the individual cases, is harder to say. The biggest problem with risk adjustments is to estimate the size of them and the estimation becomes more important as the yield gets lower, since the effect on the value bigger the lower the yield gets.

Värdering av hållbarhet och kvalitet

Even though it is hard to estimate the size of the adjustments, for every single quality, it can be stated that the market is more willing to pay for some types of qualities and that these qualities should affect the value.

Sammanfattning

Alla fastigheter är unika, framförallt i avseendet att de inte är flyttbara och att de investeringar som görs är bestående. Trots de unika karaktärsdrag som följer med en fastighet sker de flesta värderingar med schabloniserade marknadsantaganden baserat på typ av fastighet, läge och värdeår. Följden blir att fastigheter med hållbara och miljövänliga lösningar värderas på samma sätt, och med likartade siffror, som en fastighet av modulkaraktär.

Miljöcertifierade fastigheter är ett bra exempel på fastigheter med värdeskapande kvaliteter som förbises vid värderingar. Fastighetsägare väljer att investera pengar i att certifiera sina byggnader, investerare väljer att prioritera certifierade byggnader och hyresgäster ställer allt högre krav på miljö- och hållbarhetsaspekter. Dessutom visar undersökningar att certifierade byggnader ger högre värde internationellt. Ändå görs ingen större skillnad mellan certifierade fastigheter och icke-certifierade fastigheter vid svenska värderingar.

Syftet med arbetet är därför att undersöka vilka faktorer som kan påverka en fastighets värdering samt identifiera fel som kan uppstå då en värdebedömning görs med hjälp av genomsnittlig marknadsdata istället för objektspecifik data. För att uppnå syftet undersöks om och varför fastigheter bör värderas olika. Ämnet studeras ur dimensionen miljöcertifierade kontra icke miljöcertifierade byggnader. Baserat på intervjuer och tidigare studier analyseras vilka faktorer i en kassaflödesanalys som bör påverkas av en fastighets specifika egenskaper samt vilka beslut som bör baseras på en objektspecifik värdering.

Analysen resulterar i slutsatsen att det i många fall skulle vara bättre att använda sig av en objektspecifik värdering, framförallt vid förvärv och vid utvecklingsprojekt. Om större hänsyn togs till objektspecifika kvaliteter skulle investeringar som leder till lägre risker ge större utslag på värderingen. Detta eftersom funktionen som beskriver värdet är strikt exponentiellt avtagande med hänsyn till avkastningskravets ökning. Detta innebär att ju lägre risken är i en fastighet, desto lägre avkastningskrav kan sättas och ju lägre avkastningskravet är desto större utslag får en höjning av driftnettot på värderingen. Ett tecken på att marknaden har börjat tänka i liknande banor är det faktum att priserna på miljöcertifierade byggnader, av många investerare, upplevs som högre än för konventionella, liknande fastigheter.

Det mesta tyder på att värdeskillnaden, mellan certifierade och icke-certifierade byggnader, till stor del beror på de sänkta riskerna som certifieringen medför. Det är dock inte bara kvaliteter som följer av en miljöcertifiering som sänker risken, och framförallt krävs det inte en certifiering för att risken ska sänkas. Det är snarare de enskilda kvaliteterna som följer av en certifiering som är risksänkande, och inte själva certifieringen i sig. Risken bör därför bedömas i varje individuellt fall för sig och grunderna för riskjustering kan variera mellan olika objekt, i olika marknads lägen och vid olika tillfällen, eftersom vetskapen om framtida händelser och risker kan variera.

Värdering av hållbarhet och kvalitet

Att fastigheter bör värderas utifrån sina specifika egenskaper går att konstatera, men hur riskjusteringarna ska gå till i de individuella fallen är svårt att säga. Det största problemet vid riskjusteringar är att bedöma storleken på risken och bedömningen blir dessutom viktigare ju lägre avkastningskrav som används, då effekten är exponentiell. Det går dock att konstatera att det finns kvaliteter som marknaden är villig att betala för och som därmed bör påverka värderingen i större utsträckning än de gör idag.

Förord

Med detta examensarbete avslutar jag mina studier på utbildningen Civilingenjör inom Lantmäteri. Arbetet motsvarar 30 hp och har genomförts vid avdelningen för Fastighetsvetenskap på Lunds Tekniska Högskola samt Hemsö Fastighets AB.

Jag vill tacka alla som har varit med och gjort mitt examensarbete möjligt. Framst vill jag tacka Ingemar Bengtsson, universitetslektor, för all kunskap du har gett mig genom givande kurser under mina fem studieår, samt vägledning under examensarbetet. Jag vill även tacka alla anställda på Hemsö region syd, för att ni hjälpt mig genom inspiration och material och gett mig möjligheten att utföra mitt arbete utanför LTH. Jag vill rikta ett särskilt tack till Sofia Lagerblad och Moa Chley Tegnelund för all hjälp, både innan och under examensarbetet. Utan er uppmuntran, hjälp, kunskap och givande handledning hade mitt arbete inte blivit av.

Jag vill även passa på och tacka min familj för all stöttning ni gett mig under åren och för att ni hjälpte mig hitta rätt utbildning. Slutligen vill jag tacka mina klasskamrater i L11 för fem fantastiska år, genom er har jag skapat många minnen och träffat vänner för livet.

Lund den 13 mars 2016



Matilda Ivarsson

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	14
1.1 BAKGRUND	14
1.2 PROBLEMFÖRMULERING.....	15
1.3 SYFTE.....	16
1.4 FRÅGESTÄLLNINGAR	16
1.5 AVGRÄNSNING.....	16
1.6 METOD	16
1.7 DISPOSITION.....	17
1.8 KÄLLKRITIK	17
DEL I: TEORI	20
2 VÄRDETEORI	20
2.1 MARKNADSVÄRDE	22
2.2 AVKASTNINGSVÄRDE	23
2.3 VÄRDERINGSMETODER.....	24
2.3.1 Ortsprismetoden	24
2.3.2 Nuvärdesmetoden	26
2.4 DISKONTERAD KASSAFLÖDESMETOD.....	27
2.4.1 Driftnetto.....	27
2.4.2 Restvärde.....	29
2.4.3 Kalkylränta	29
2.4.4 Direktavkastningskrav.....	30
2.4.5 Tillväxt.....	31
2.4.6 Riskfri ränta.....	31
2.4.7 Riskpremie.....	32
2.5 VÄRDEÅR.....	33
2.5 EFFEKTIV MARKNAD OCH TRANSPARENS.....	33
2.6 INVESTERINGSANALYS AV FASTIGHETSUTVECKLINGSPROJEKT.....	34
3 SAMHÄLLSFÄSTIGHETER	36
3.1 TILLGÄNGLIGHETSREGLERINGAR	36
3.1.1 Lagar.....	37
3.1.2 Boverkets byggregler	37
3.1.3 Svensk standard	37
3.2 MILJÖ OCH HÅLLBARHET	38
3.2.1 Hygienfaktor.....	38
4 MILJÖCERTIFIERINGAR PÅ MARKNADEN	40
4.1 VÄRDET INTERNATIONELLT	40
4.2 VÄRDET I SVERIGE.....	40
4.3 MEDVETENHET PÅ MARKNADEN	41
4.4 GRÖNA OBLIGATIONER	41

DEL II: EMPIRI	44
5. FASTIGHETSINVESTERING UR HEMSÖS PERSPEKTIV	44
5.1 DEN PRAKTISKA PROCESSEN VID FÖRVÄRV AV FASTIGHET.....	44
5.1.1 Anpassningar vid värdebedömningar.....	44
5.1.2 Problem vid värdebedömning.....	45
5.2 PROCESSEN VID UTVECKLINGSPROJEKT.....	46
5.2.1 Risker i ett utvecklingsprojekt.....	48
5.2.2 Projektvinst.....	48
5.3 INFORMATIONSBRIST VID VÄRDEBEDÖMNINGAR.....	49
6 TIDIGARE STUDIER	50
6.1 KVALITETSAKTORER SOM GER VÄRDEPÅVERKAN.....	50
6.1.1 Miljökvaliteter.....	52
6.1.2 Funktionella och estetiska kvaliteter.....	53
6.1.3 Byggnadstekniska kvaliteter.....	54
6.2 MILJÖCERTIFIERADE BYGGNADERS PÅVERKAN PÅ VÄRDET.....	55
6.3 ÖVRIGA PUBLIKATIONER.....	57
6.3.1 Drivkrafter för miljöcertifieringar.....	57
6.3.2 Vilka mervärden skapas?.....	57
DEL III: ANALYS	60
7 ANALYS	60
7.1 SAMBAND MELLAN VÄRDE OCH INDATA.....	60
7.2 KVALITETERS PÅVERKAN PÅ VÄRDET.....	61
7.3 RISKSITUATIONER OCH VÄRDESKAPANDE KVALITETER.....	62
7.3.1 En miljöbyggnads bidrag till sänkt risk.....	65
7.3.2 Gruppering av kvaliteter.....	66
7.4 KÄNSLIGHETSANALYS.....	67
7.5 BESLUT SOM BÖR BASERAS PÅ OBJEKTSPECIFIK VÄRDERING.....	70
7.5.1 Förvärv.....	70
7.5.2 Utvecklingsprojekt.....	71
7.5.3 Värdering av portföljer.....	72
7.6 KAN DET FINNAS RISKER MED ATT INVESTERA?.....	72
7.7 DISKUSSION AV ANALYS.....	73
8 SLUTSATS	76
8.1 FASTIGHETER BÖR VÄRDERAS EFTER DESS SPECIFIKA EGENSKAPER.....	76
8.2 MARKNADSSCHABLONER KAN LEDA TILL FEL BESLUT.....	77
8.3 OBJEKTSPECIFIK VÄRDERING KAN GYNNA MILJÖ- OCH HÅLLBARHETSINVESTERINGAR.....	77
8.4 MILJÖCERTIFIERINGENS KVALITETER PÅVERKAR VÄRDET GENOM RISKJUSTERINGAR.....	78
8.5 FLER BESLUT BORDE FATTAS MED OBJEKTSPECIFIK VÄRDERING SOM GRUND.....	78
8.6 RISKJUSTERINGAR BASERAT PÅ FRAMTIDA SPEKULATIONER KAN INNEBÄRA EN RISK.....	79
8.7 STORLEKEN PÅ RISKJUSTERINGEN KAN VARA SVÅR ATT AVGÖRA.....	79
8.8 VIDARE STUDIER.....	80
REFERENSER	82

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Miljöcertifieringar och att bygga långsiktigt och hållbart är heta ämnen på fastighetsmarknaden och majoriteten av nyproducerade byggnader certifieras. Bygg- och fastighetsbranschen står för en stor del av Sveriges utsläpp och miljöföroreningar¹ och regeringen har genom sina rikstäckande miljömål påbörjat arbetet för att sänka denna andel. I målen fastställs inte bara att utsläppen från sektorn ska minska drastiskt utan även att den offentliga sektorn agera förebild i arbetet och ställa höga krav på sina offentliga lokaler.

Ämnet är omdebatterat och en stor fråga som ofta tas upp är hur marknadsvärdet påverkas av dessa hållbara, miljövänliga och energieffektiva investeringar. Kostnaden för att genomföra dem är oftast stor men i dagsläget är det endast investeringens direkta påverkan på driftnettot som påverkar fastighetsvärderingen. Statistiken visar dock att miljöcertifierade byggnader säljs för högre priser än övriga byggnader vilket tyder på att marknaden trots allt värderar dem högre.

Arbetet genomförs i samarbete med Hemsö Fastighets AB som är Sveriges ledande privata ägare av samhällsfastigheter. Bolaget ägs av Tredje AP-fonden till 70 procent och Hemsö intressenter AB till 30 procent. Hemsös verksamhet startade 2001 då de första samhällsfastigheterna förvärvades. Idag förvaltar Hemsö ett bestånd på över 300 fastigheter i Sverige, Tyskland och Finland med ett sammanlagt marknadsvärde på 26,5 miljoner kronor (31/12 2015). Hemsös inriktning har sedan starten varit att äga och förvalta fastigheter där offentliga aktörer som stat, kommun och landsting är hyresgäster och huvudmän för de verksamheter som bedrivs i lokalerna. Hemsö strävar efter att förbättra förutsättningarna för att bedriva hållbar samhällsservice genom att utveckla och underhålla moderna och hållbara miljöer för äldreboende, utbildning, vård och samhällsservice som behöver specialanpassade lokaler.

Den största andelen av hyresgästerna i samhällsfastigheter kommer från den offentliga sektorn och de verksamheter som bedrivs i lokalerna styrs av ett flertal lagar, regleringar och myndighetskrav. Frågan är vad som händer när den offentliga sektorn börjar ställa högre krav, exempelvis på miljöcertifieringar, på de lokaler de hyr? Hur påverkar det värderingen och risken vid en fastighetsinvestering? Finns det fler faktorer än de som tas hänsyn till idag som borde påverka fastighetsvärderingen?

Med ovanstående som utgångspunkt uppstod idén att undersöka vilka kvaliteter som bör påverka fastighetsvärderingen samt vilka beslut som bör fattas efter en byggnadsspecifik värdering istället för en marknadsvärdering.

¹ Boverket (2014) s.7

1.2 Problemformulering

Alla fastigheter är unika, framförallt i avseendet att de inte är flyttbara och att de investeringar som görs är bestående. Fastigheter rivs inte i en handvändning och investeringarna är därmed inbyggda och låsta till hur de en gång planerats, speciellt då fastigheter normalt sett är svåra att bygga om. Trots de unika karaktärsdrag som följer med en fastighet sker de flesta värderingar med schabloniserade antaganden baserat på typ av fastighet, läge och värdeår. Följden blir att fastigheter med hållbara och miljövänliga lösningar värderas på samma sätt, och med likartade siffror, som en fastighet av modulkaraktär. Att välja de schabloniserade faktorerna utefter värdeår ger inte en rättvis bild av den aktuella fastigheten eftersom värdeåret i sig bara speglar de kostnader som lagts ner på en fastighet, och när i tiden, och inte den standard som uppnåtts. Därför kan systemet fungera på portföljnivå, eftersom felet då diversifieras bort, men att använda sig av det på objektsnivå kan bidra till stora fel. Istället bör faktorerna anpassas efter det aktuella objektet vid värdering av enskilda fastigheter.

Problemet blir ännu större för samhällsfastigheter som är nolltaxerade fastigheter och saknar värdeår. Här får man utgå från de aktuella kostnads- och intäktsnivåerna samt läget vid en värdering. Mycket liten, eller ingen, hänsyn tas till framtida scenarion och risker för stora kostnader. Den lilla hänsyn som eventuellt tas ger små utslag och resultatet blir att värderingen inte speglar standarden på fastigheten i tillräckligt hög grad.

Miljöcertifierade fastigheter är ett bra exempel på fastigheter med värdeskapande kvaliteter som förbises vid värderingar. Fastighetsägare väljer att investera pengar i att certifiera sina byggnader, investerare väljer att prioritera certifierade byggnader och hyresgäster ställer allt högre krav på miljö- och hållbarhetsaspekter. Dessutom visar undersökningar att certifierade byggnader ger högre värde internationellt samt att fler och fler aktörer tar hänsyn till miljökvaliteter vid sina värderingar. Däremot görs ingen skillnad mellan certifierade fastigheter och icke-certifierade fastigheter vid värderingar i Sverige och speciellt inte när schabloniserade tal används.

Att inte använda objektspecifik data vid värdering kan även innebära problem vid riskbedömningar. För samhällsfastigheter finns stora risker kopplade till de krav som ställs från tredje part samt de preferenser som finns hos offentliga hyresgäster. Några av de största riskerna följer med EUs klimatmål och regeringens mål för energieffektivisering. Målen ställer höga krav på den offentliga sektorn som inom en snar framtid kommer vara tvungna att se över de lokaler de är verksamma i. En av riskerna är att miljöcertifierade lokaler blir en hygienfaktor och att de lokaler som inte är certifierade blir vakanta.

Frågan är hur man ska ta hänsyn till olika kvaliteter, vilka kvaliteter man ska ta hänsyn till och hur marknaden gör i dagsläget. Vilka konsekvenser innebär det att använda schabloniserade värden och vilka aktörer som riskerar att fatta fel beslut på grund av den generalisering som idag görs? Kan en miljöcertifiering höja fastighetsvärdet och vilka justeringar bör göras i värderingskalkylen?

1.3 Syfte

Syftet med rapporten är att identifiera fel som uppstår då en värdebedömning görs med utgångspunkt från genomsnittlig marknadsdata på portföljnivå genom att identifiera kvaliteter som kan påverka fastighetsvärdet.

1.4 Frågeställningar

För att uppfylla syftet har ett antal frågeställningar identifierats som ska besvaras i arbetet:

- Bör fastigheter med olika kvaliteter värderas på olika sätt?
- Är det ett problem att utgå från marknadsschabloner vid en värdering?
- Hur skulle värdebedömningen påverkas om fler objektspecifika kvaliteter togs hänsyn till?
- Ger miljöcertifieringar högre värde?
- Vilka beslut bör fattas utifrån en objektspecifik värdering?
- Finns det en risk i att ta in för många objektspecifika faktorer vid investering?

1.5 Avgränsning

Arbetet är avgränsat till att analysera de effekter en miljöcertifiering ger på värderingen av en fastighet. Begreppet ”miljöcertifiering” används generellt och inget specifikt system syftas till. Olika system har olika struktur och beaktar olika hållbara kvaliteter som i sin tur kan påverka värdet på olika sätt. Därför används miljöcertifieringar som ett sätt att bearbeta olika kvaliteter som kan påverka olika hållbarhetsaspekter i en fastighet. Resultaten bör vara överflyttningsbara på andra förbättringsåtgärder, även om dessa inte undersöks.

Slutsatserna baseras på antaganden för samhällsfastigheter men för att kunna göra en ekonomisk analys, där värdeår är inkluderat, har schablonvärden för bostadsfastigheter valts som grund i analysen. Detta beror på att samhällsfastigheter är nolltaxerade och värdeår saknas och att underlaget för bostadsfastigheter är stort. Många av de fastigheter som omfattas av begreppet samhällsfastigheter är bostadsfastigheter, exempelvis äldreboenden och LSS-boenden, därav valdes bostadsfastigheter som jämförelseobjekt istället för exempelvis kontorsfastigheter.

1.6 Metod

För att undersöka om och varför fastigheter bör värderas olika studeras ämnet ur dimensionen miljöcertifierade kontra icke miljöcertifierade byggnader.

Genom att undersöka dagens situation och hur värderingar i olika situationer går till kan risksituationer identifieras, där fel beslut riskerar att fattas. Undersökningen baseras på intervjuer och dokumentation från branschen och samtliga delar är

verifierade av den aktuella intervjupersonen. En undersökning baserad på tidigare studier inom ämnet värdering av miljöcertifierade byggnader och övriga byggnadskvaliteter görs. På så sätt kan kvaliteter som kan ha en eventuell påverkan på fastighetsvärdet identifieras.

Analysdelen baseras på den egna undersökningen av dagens situation samt de tidigare studierna. För att visa på att fastigheter bör värderas olika är första steget att identifiera kvaliteter som kan ha en påverkan på värdet. Med utgångspunkt i miljöcertifierade byggnader undersöks vilka faktorer som justeras i investeringskalkylen. En simulering görs för att visa på den lägre risken som vissa förbättringsåtgärder kan leda till.

När vikten av en objektspecifik värdering kan fastställas analyseras vilka situationer där det är viktigt att ta hänsyn till byggnaders specifika kvaliteter samt vilka risker som kan finnas med en allt för specifik värdering. En känslighetsanalys görs för att visa på sambandet mellan risk och fastighetsvärde.

1.7 Disposition

Arbetet är uppdelat på tre delar; teori, empiri och analys.

I del I: Teori beskrivs begreppet värdeteori samt ett antal värderingsmetoder och dess indata. Olika typer av värderingsmetoder och skillnaden på vilket typ av värde som genereras förklaras. De indata som används i en kassaflödesmetod beskrivs utförligt och teorin bakom ett fastighetsutvecklingsprojekt beskrivs. Om läsaren har bra kunskaper inom ämnet kan denna del av teorin hoppas över. Under del I förklaras även vad en effektiv marknad är samt sambandet mellan transparens och effektiva marknader. En genomgång görs av fastighetstypen ”sammhällsfastigheter” och de lagar och regleringar som styr offentliga hyresgäster och verksamheter.

I del II: Empiri undersöks hur Hemsös aktuella situation ser ut. Processen för en fastighetsinvestering och de problem som är behäftade med redovisas. Det samma görs för ett fastighetsutvecklingsprojekt där kapital investeras i en befintlig fastighet, för att senare kunna koppla samman de båda processerna. Utöver Hemsös situation redovisas ett antal tidigare studier inom ämnet och de slutsatser som dragits. Fokus ligger då på hållbara kvaliteter.

I del III: Analys undersöks om fastighetsvärderingar bör vara mer objektspecifika och effekten av att integrera olika kvaliteter i värderingen undersöks. Slutsatser dras och frågeställningarna besvaras.

1.8 Källkritik

I arbetet baseras transaktionsprocessen och utvecklingsprocessen på uppgifter från Hemsö Fastighets AB. Följden blir att processerna inte speglar hur marknaden

Värdering av hållbarhet och kvalitet

generellt beter sig men då analysen görs för samhällsfastigheter, och Hemsö är den största aktören, får underlaget ändå anses tillräckligt.

Det hade varit önskvärt att få tillgång till transaktionspriser för certifierade fastigheter för att utföra analysen, men tyvärr hittades inget offentligt underlag.

Del I: Teori

2 Värdeteori

I vårt dagliga liv hamnar vi i situationer där det krävs att vi bedömer om ett pris motsvarar värdet på ett föremål. Ofta har vi en uppfattning av vad vi är villiga att betala för en vara vilket gör dessa situationer enkla. När vi istället pratar om fastigheter, vilket definieras som en sällanköpsvara, kan det bli svårare att bedöma om det angivna priset är rimligt². För att kunna göra en bedömning krävs att fastigheten värderas och detta görs med utgångspunkt i värdeteori.

Värdeteori är ett begrepp som syftar till att förklara hur och varför ett värde uppstår. Teorin bygger på den allmänna ekonomiska teorin där begrepp så som utbud och efterfrågan står i fokus. Fastigheter ses här som vilken tillgång som helst och värdet ses som en funktion av en rad olika faktorer som tillsammans bidrar till fastighetens värde³.

$$\text{Värde} = f(a, b, c, d, \dots, n) \quad (1)$$

I marknadsekonomin menar man att det krävs vissa grundläggande egenskaper för att ett värde ska uppstå. Dessa värdeskapande egenskaper kan för en fastighet beskrivas med hjälp av värdeteorins kärna, vilken består av egenskaperna:

- Nyttä
- Behov
- Begränsad omfattning
- Ensamrätt
- Överlåtelsebarhet.

Att en fastighet får ett värde är något som skapas i vårt medvetande vilket gör att värdet varken kan mätas eller beräknas utan endast bedömas. Påståendet kan motiveras utifrån värdeteorins kärna. En fastighet får alltså ett värde om den genererar en framtida nytta för en individ eller ett företag.

$$\text{Värde} = \text{En funktion av framtida potentiella nyttor} \quad (2)$$

På samma gång måste de nyttor som genereras uppfylla ett behov hos individen eller företaget. Motsvarande fastigheter får endast existera i begränsad omfattning och ägaren ska ha ensamrätt att disponera den. Det sista villkoret för att ett värde ska

² Fastighetsnomenklatur (2008) s. 242

³ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 3

uppstå är att fastigheten går att sälja och köpas på en marknad, det vill säga att den är överlåtelsebar⁴.

Eftersom värdet på en fastighet motsvarar den nytta fastigheten kan generera är värdet individuellt. Värdebegreppet är ett relativt begrepp som även inrymmer andra värden än de strikt ekonomiska, exempelvis affektionsvärden, miljövärden och politiska värden⁵. Olika individer har med andra ord olika nyttofunktioner kopplade till fastigheten eftersom värdet av användningen varierar. På en marknad kan de olika nyttorna uttryckas som varierande betalningsvilja, eller efterfrågan, som varierar med de individuella nyttofunktionerna⁶.

Den värdefunktion som beskriver en individs värde av en fastighet baseras på framtida nyttor som måste uppskattas. Detta gör att all värdering är behäftad med en osäkerhet, oavsett vilken metod som används⁷.

Det finns två typer av värden:

- Marknadsvärde
- Avkastningsvärde

Marknadsvärde är det värde som oftast används vid överlåtelser och motsvarar det allmänna värdet på en öppen marknad. Avkastningsvärdet å andra sidan motsvarar värdet av innehavarens framtida nyttor av fastigheten och är ett subjektivt begrepp⁸. Avkastningsvärdet är alltså individuellt och knyts till en specifik innehavares förutsättningar men kan även användas för att uppskatta marknadsvärdet.

En mäklare kan använda sig av något som kallas för marknadssimulering för att beräkna värdet för en potentiell köpgrupp. Genom att först avgränsa sig till en viss specifik grupp och sedan sätta sig in i dennes situation kan mäklaren uppskatta köparens värde⁹.

⁴ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 3 ff.

⁵ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 3 ff.

⁶ Fastighetsnomenklatur (2008) s. 243 ff.

⁷ Fastighetsnomenklatur (2008) s. 244

⁸ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2001) s. 12

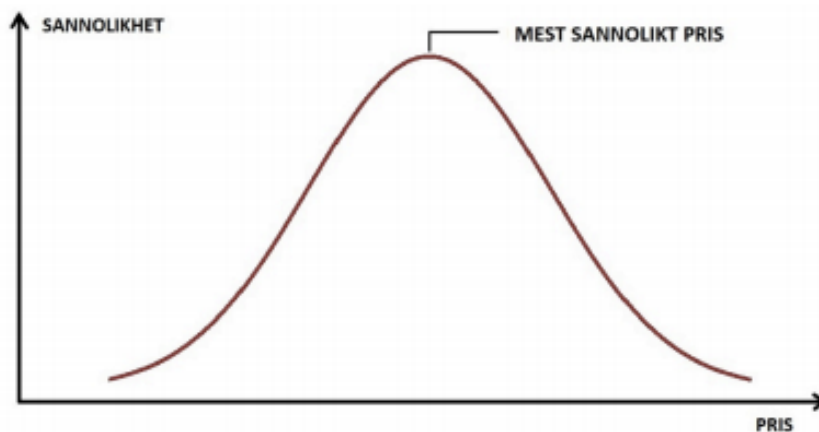
⁹ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) s. 5

2.1 Marknadsvärde

En fastighets marknadsvärde definieras som:

”Det mest sannolika priset vid en försäljning av en fastighet vid en viss angiven tidpunkt under normala förhållanden på en fri och öppen marknad, med tillräcklig marknadsföringstid, utan partsrelationer och tvång.”¹⁰”

Marknadsvärde och pris är två begrepp som står i nära relation till varandra men de är inte identiska. Marknadsvärdet är det mest sannolika priset vid en eventuell försäljning och kan ses som en prognos medan priset är ett resultat av en faktisk händelse. Priset kan variera beroende på hur förutsättningarna på marknaden ser ut och i praktiken förekommer både högre och lägre priser än det bedömda marknadsvärdet. Prisbildningen på en delmarknad är i regel fördelade enligt en normalkurva, se Figur 2.1, och om man skulle upprepa en försäljning av en viss fastighet vid en viss tidpunkt skulle man finna en variation i prisnoteringarna. Variationen kan bland annat bero på att säljare och köpare har olika information, preferenser eller erfarenhet av affärer. Även om prisnoteringarna kan variera kommer de uppvisa en viss regelbundenhet och priserna kommer anhopas i ett centralt prisintervall¹¹.



Figur 2.1 – Frekvensfunktion för priser på fastighetsmarknaden. (Källa: Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 7)

Figur 2.1 visar hur priserna fördelas längs en normalkurva. Det pris som noteras flest gånger är också det mest sannolika priset och detta är den mest vedertagna definitionen av marknadsvärdet¹².

¹⁰ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 6

¹¹ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 7

¹² Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 7

2.2 Avkastningsvärde

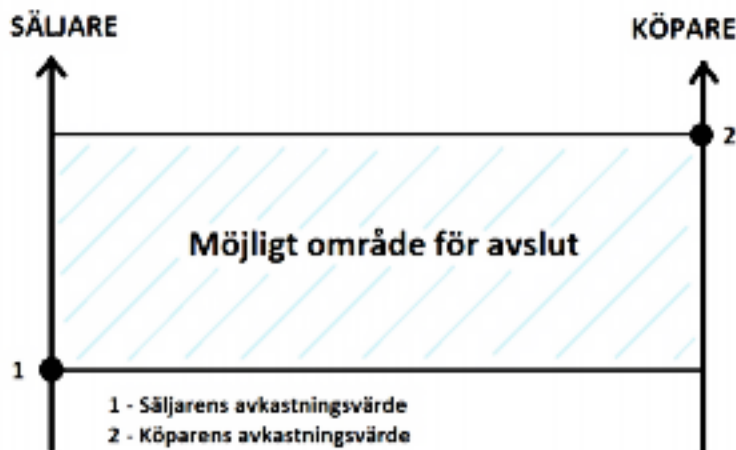
Avkastningsvärdet definieras som:

”Nuvärdet av förväntade framtida nettoöverskott.”

Avkastningsvärde används främst för de fastigheter som genererar en avkastning som kan bära fastigheten. Exempel på avkastningsfastigheter är hyresbostadsfastigheter, jordbruksfastigheter och kontorsfastigheter. Det nettoöverskott som genereras från fastigheten fås genom att kostnaderna för drift och underhåll räknas bort från intäkterna.

Ett individuellt avkastningsvärde är ett värde som är knutet till en viss person eller ett visst företag. De individuella avkastningsvärdena kan skilja sig åt mellan varandra beroende på en rad olika faktorer. Exempel på faktorer som påverkar det individuella avkastningsvärdet är individens skicklighet att driva fastigheten samt aktuell finansierings- och beskattningssituation¹³.

Om säljare och köpare har olika avkastningsvärden för en specifik fastighet och säljarens är lägre än köparens innebär det att det finns utrymme för dem att mötas på marknaden. Glappet som skapas mellan de olika avkastningsvärdena utgör ett utrymme för förhandling inom vilket båda parter gynnas av affären, se Figur 2.2. Det individuella avkastningsvärdet kan därför ses som drivkraften på fastighetsmarknaden.



Figur 2.2 – Område för möjligt avslut. (Källa: Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 8)

¹³ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 8

2.3 Värderingsmetoder

En fastighetsvärdering görs för att bestämma fastighetens värde och det värde som fås fram kan variera beroende på vad syftet med värderingen är. Syftet påverkar också vilken värderingsmetod som är mest lämpad för situationen. Om syftet är att bedöma ett marknadsvärde används i huvudsak ortsprismetoden och i de fall ett individuellt avkastningsvärde söks är den mest använda metoden en nuvärdesmetod¹⁴. Om marknadsvärdet ska bestämmas för en avkastningsbärande fastighet, dvs. en fastighet som genererar driftnetton, kan det dock vara bra att använda nuvärdesmetoden¹⁵.

2.3.1 Ortsprismetoden

När en marknadsvärdesbedömning ska göras på en fastighet kan ortsprismetoden användas. Metoden bygger på transaktionspriser för liknande fastigheter inom ett visst begränsat område. De liknande fastigheterna brukar benämnas som ”jämförelseobjekt” och det begränsade området benämns ”orten”. Om det finns bra jämförelsematerial är ortsprismetoden den mest användbara metoden för beräkning av sannolikt marknadsvärde.

Vid jämförelser av kommersiella fastigheter uppstår ofta problem då ingen fastighet är den andra lik. Det krävs då att priserna normeras, dvs. att de räknas om till jämförelsebara mått. Det normerade priset kallas ofta för nyckeltal och det finns olika tillvägagångssätt för omräkningen¹⁶.

Bruttokapitaliseringsfaktorn

Genom att normera bruttoårshyorna för jämförelseobjekten kan fastighetspris per hyreskrona erhållas. Bruttokapitaliseringsfaktorn (BKF) fås genom formeln:

$$BKF = \frac{\text{Köpeskillning}}{\text{Bruttohyra}} \quad (3)$$

När bruttokapitaliseringsfaktorn har beräknats för samtliga jämförelseobjekt fås ett medeltal som, genom multiplikation med värderingsobjektets bruttohyra, ger marknadsvärdet¹⁷.

¹⁴ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 139

¹⁵ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 11

¹⁶ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 139

¹⁷ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 140

Nettokapitaliseringsprocenten

Genom att normera köpeskillingen med hjälp av driftnettot fås nettokapitaliseringsprocenten. Nyckeltalet beräknas i praktiken på samma sätt som direktavkastningen vid en lönsamhetsbedömning:

$$NKP = \frac{K}{DN} \quad (4)$$

Där NKP är nettokapitaliseringsprocenten, K är köpeskillingen och DN är driftnettot. När NKP har beräknats för samtliga jämförelseobjekt fås ett medeltal som, genom multiplikation med värderingsobjektets driftnetto, ger marknadsvärdet¹⁸.

Köpeskillingskoefficienten

Taxeringsvärdet är ett värde där hänsyn har tagits till prispåverkande faktorer. Genom att beräkna köpeskillingskoefficienten fås pris per taxeringskrona:

$$\text{Köpeskillingskoefficienten} = \frac{K}{T} \quad (5)$$

Där K är köpeskillingen och T är taxeringsvärdet. När K/T har beräknats för samtliga jämförelseobjekt fås ett medeltal som, genom multiplikation med värderingsobjektets taxeringsvärde, ger marknadsvärdet. Metoden bör endast användas för allmängiltiga fastigheter¹⁹.

Kr/m² bruksarea

I allmänna register framgår både köpeskilling och bruksarea vilket gör denna metod enkel att använda. Genom formeln:

$$\frac{K}{m^2} \quad (6)$$

fås pris per m² som, genom multiplikation med värderingsobjektets bruksarea, ger marknadsvärdet. Metoden används främst för bostadsfastigheter med jämförbar ålder då priset varierar med byggnadsålder²⁰.

¹⁸ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 141

¹⁹ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 142

²⁰ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 143

2.3.2 Nuvärdesmetoden

För avkastningsfastigheter bedöms ofta värdet genom nuvärdesmetoden eftersom fastighetsaffärer genomförs i syfte att maximera nettonuvärdet²¹. Nettonuvärdet fås genom formeln:

$$NNV = NV - P \quad (7)$$

Där NNV är nettonuvärdet, NV är nuvärdet och P är köpeskillingen. Enligt nettonuvärdesregeln är en affär lönsam om nettonuvärdet överstiger noll²² och för att kunna försäkra detta krävs att nuvärdet beräknas.

Nuvärdesmetoden är inte en värderingsmetod utan en gemensam benämning på ett flertal värderingsmetoder. Gemensamt för metoderna är att fastighetens framtida nyttor diskonteras till värdetidpunkten, de nuvärdesberäknas²³. Den viktigaste och mest använda metoden inom fastighetsinvesteringsanalys på mikronivå är den diskonterade kassaflödesmetoden. Metoden består av tre steg²⁴:

1. Uppskatta värdet på de framtida kassaflödena som fastigheten genererar
2. Sätt upp ett avkastningskrav
3. Diskontera kassaflödena till ett nuvärde med hjälp av avkastningskravet

²¹ Geltner & Miller (2007) s. 215

²² Geltner & Miller (2007) s. 215

²³ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2001) s. 70

²⁴ Geltner & Miller (2007) s. 203

2.4 Diskonterad kassaflödesmetod

Den diskonterade kassaflödesmetoden är en av nuvärdesmetoderna där man fokuserar på att nuvärdesberäkna framtida driftnetton. Intresset koncentreras till storleken på betalningsströmmarna och de tidpunkter då strömmarna inträffar.

Vid en investeringsanalys är syftet att beräkna investeringens nuvärde. För att kunna utföra analysen krävs att ett antal komponenter bestäms. De komponenter en investeringsanalys består av är:

- Grundinvestering
- Driftnetto
- Restvärde
- Kalkylperiod
- Kalkylränta²⁵

Matematiskt beräknar man nuvärdet:

$$NV = \frac{DN_1}{1+r} + \frac{DN_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(DN_N+RV_N)}{(1+r)^N} \quad (8)$$

Där NV är nuvärdet, DN är det förväntade driftnettot, RV är restvärdet, N är kalkylperioden och r är kalkylräntan²⁶.

Genom att subtrahera nuvärdet från grundinvesteringen fås nettonuvärdet. En grundregel är att om nettonuvärdet är positivt är investeringen lönsam.

Avkastningskravet är den procentuella vinsten som man kräver från investeringen, det vill säga *det man får ut från en fastighet – grundinvesteringen uttryckt som en procent av grundinvesteringen*.

2.4.1 Driftnetto

Till driftnettot räknas de in- och utbetalningar som fastigheten genererar. Under kalkylperioden, som ofta motsvarar hyreskontraktets längd, ska driftnettot prognostiseras för varje år. Driftnettot fås genom att ta intäkterna och subtrahera kostnaderna. Vanligtvis fås driftnettot genom formeln:

$$DN = H - D - U \quad (9)$$

²⁵ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013) s. 150

²⁶ Geltner & Miller (2007) s. 203

Där DN är driftnettot, H är hyresintäkter, D är driftkostnader och U är underhållskostnader.

Inbetalningssidan består av hyror och dessa antas ofta falla reellt över tiden. Fastigheter slits med tiden och blir då mindre attraktiva på hyresmarknaden vilket medför att hyrorna sänks reellt. För att undvika stora hyressänkningar kan de negativa faktorerna vägas upp av en positiv förändring i fastighetens omgivning eller fysiska beskaffenhet. Vid en prognos av hyran är det extra viktigt att reda ut hur fördelningen av förvaltningsansvar ser ut i hyreskontraktet²⁷. Efter att hyreskontraktet gått ut kan det vara svårt att förutse vilken hyra man ska använda i kalkylen. Det är då viktigt att göra realistiska antaganden om utbud och efterfrågan av lokaler inom det aktuella segmentet. Ofta antas att marknadshyran växer med inflationen vilket inte är helt realistiskt eftersom man då inte tar hänsyn till ekonomisk och funktionell depreciering. Detta gäller speciellt om byggnaden är ny och ligger i en stabil eller växande marknad där nya byggnader byggs då och då eftersom den åldrande byggnaden då måste tävla med de nyare byggnaderna. Effekten blir att det krävs en sänkning av hyran vilket betyder att det kan vara bra att ligga några enheter under inflationen i tillväxtprognosen. Studier har visat att om man jämför faktisk tillväxt i hyra de senaste åren, x , med inflationen, i , får man ofta att $x-i$ är ett negativt tal, dvs. jämfört med inflationen är tillväxten i hyra negativ.²⁸

Till skillnad från hyror kan kostnader antas öka reellt över tiden. De installationer och byggnadskomponenter som finns i en fastighet förslits och verkningsgraden sänks vilket medför ökade kostnader. Även faktorer som teknisk utveckling och förändrade krav från hyresgästerna kan leda till ökade kostnader bland annat då rutiner för skötsel förändras²⁹. Kostnader som följer med byggnaden kan vara fasta eller varierande, dvs. vissa kostnader är oberoende av vakans medan andra sjunker när vakansen ökar, vilket bör speglas i en analys. Vid långa kontrakt tillkommer ofta kostnader som hyresgäst Anpassning, vilka vanligtvis läggs in i driftnettot. Storleken på dessa kostnader varierar beroende på vilken typ av byggnad det handlar om men normalt är kostnaderna lägre för nyare byggnader³⁰.

Depreciering av det reala driftnettot kan förklaras av en, eller en kombination, av:

- Lägre realhyror och högre vakans över tid
- Högre drift- och underhållskostnader
- Högre utgifter för kapitalförbättring
- Lägre försäljningsvärde dvs. restvärde³¹.

²⁷ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2001) s.77

²⁸ Geltner & Miller (2007) kap 11

²⁹ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2001) s.77

³⁰ Geltner & Miller (2007) kap 11

³¹ Geltner & Miller (2007) kap 11

2.4.2 Restvärde

I en kalkyl överstiger ofta fastighetens ekonomiska livslängd den kalkylperiod som används vilket gör att ett restvärde måste bestämmas. Restvärdet motsvarar värdet av de förväntade avkastningarna efter kalkylperiodens slut, det vill säga fastighetens marknadsvärde³².

Om den ekonomiska livslängden överstiger kalkylperioden kan man se restvärdet som ett approximativt värde av återstående kassaflöden. Det finns olika sätt att bedöma restvärdet, exempelvis genom att:

- Beräkna marknadsvärdets procentuella förändring från kalkylperiodens start
- Använda bruttokapitaliseringsfaktorn och multiplicera med bruttohyran året efter kalkylperioden
- Dividera driftnettot året efter kalkylperioden med nettokapitaliseringsprocenten.

2.4.3 Kalkylränta

Vid en kassaflödesvärdering är det oftast investerarens avkastningsvärde som söks och kalkylräntan speglar därför investerarens förräntningskrav. Vid en bedömning av värdet bör därför kalkylräntan spegla motsvarande avkastning i den bästa möjliga alternativa placeringen i en långsiktig investering. Långsiktiga investeringar som kan användas som alternativ för fastigheter är bland annat aktier och obligationer³³.

När kalkylräntan bestäms på en kalkyl som görs i löpande penningvärde är det viktigt att ta hänsyn till den förväntade realräntan och inflationen. Utöver detta gör investeraren ett påslag för den risk som investeringen innebär jämfört med en riskfri investering. Ett riskpåslag bör därför vara högre för ett mer riskfyllt kassaflöde. Riskpremien kan ofta delas upp i två delar, den som används när ett kontrakt gäller och den som används när ett kontrakt gått ut. Om ett hyreskontrakt är påskrivet och löper över en längre tid sjunker risken för investeraren och riskpremien bör därför vara lägre än innan kontraktet skrevs på. Efter kontraktstidens slut, vilket ofta är då restvärdet beräknas, bör kalkylräntan vara lika med eller högre än kalkylräntan under kontraktperioden. Den högre kalkylräntan används dels på grund av att flödena är mindre säkra men också på grund av att byggnaden kommer vara äldre och därmed troligen mer riskfylld (högre riskpremie) samt ha lägre tillväxt (g). Om byggnaden är i bra skick kan dock en lägre kalkylränta accepteras³⁴. Viktigt att poängtera är att kalkylräntan inte är entydigt definierad, det är den ränta som används för att nuvärdesberäkna i en kalkyl. Vanligast är att kalkylräntan är den samma som avkastningskravet, men det kan även vara direktavkastningskravet.

³² Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2001) s. 77

³³ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2001) s. 76

³⁴ Geltner & Miller (2007) s. 204 ff.

Avkastningskravet kan beräknas på två olika sätt:

$$\bullet \quad r = y + g \quad (10)$$

$$\bullet \quad r = r_f + RP \quad (11)$$

Där r är kalkylräntan, y är direktavkastningskravet, g är förväntad tillväxt, r_f är den riskfria räntan och RP är riskpremien. Viktigt att poängtera är att kalkylräntan och risken är olika beroende på segment och läge. Det är viktigt att ta hänsyn till storlek och driftstatus på byggnaden då stora fastigheter i drift ofta innebär lägre risk än små, gamla fastigheter³⁵. Risken kan också bero på typ av hyresavtal och förhållandet mellan ansvar och risk för kostnader³⁶.

Om man använder fel kalkylränta eller avkastningskrav och ändå får fram rätt värde på fastigheten kan man lätt luras. Problemet är att avkastningskravet inte kommer nås, trots att rätt värde bedömts³⁷.

2.4.4 Direktavkastningskrav

Direktavkastningen (yilden) är ett förräntningsmått som uttrycks som driftnettot i procent av det aktuella marknadsvärdet eller priset på fastigheten. Direktavkastningskravet som sätts och den kalkylränta som används är direkt relaterade:

$$y = r - g \quad (12)$$

där y är direktavkastningskravet, r är kalkylräntan och g är den förväntade tillväxten. Genom att kombinera ekvation (12) med (10) och (11) fås förhållandet:

$$y = r_f + RP - g \quad (13)$$

där y är direktavkastningskravet, r_f är den riskfria räntan, RP är riskpremien och g är den förväntade tillväxten. Sambandet visar även att hänsyn bör tas till eventuella risker som följer med investeringen då direktavkastningskravet sätts³⁸. På samma sätt som för kalkylräntan är det viktigt att poängtera att direktavkastningskravet är olika beroende på ett antal olika faktorer eftersom en del av risken är objektspecifik.

När direktavkastningskrav diskuteras är det viktigt att reda ut vilken typ av direktavkastning som åsyftas. Det finns två typer av direktavkastningar:

- Initial direktavkastning
- Ekvivalent direktavkastning

³⁵ Geltner & Miller (2007) kap 11

³⁶ Geltner & Miller (2007) kap 10

³⁷ Geltner & Miller (2007) kap 10

³⁸ Geltner & Miller (2007) kap 11

När den initiala direktavkastningen beräknas är det viktigt att det faktiskt utgående driftnettot används. Om syftet däremot är att beräkna den ekvivalenta direktavkastningen används normaliserat driftnetto, dvs. driftnettot efter att de olika posterna har marknadsjusterats. Direktavkastningen speglar då marknadens antaganden för en viss typ av fastighet och kan vara bra att använda om de aktuella förhållandena i fastigheten är onormala. Exempel på situationer då ekvivalent direktavkastning kan användas är då vakansgraden är onormal eller om hyrorna ligger långt under/över det normala³⁹.

Det finns många globala och lokala marknadsfaktorer som påverkar direktavkastningen och dess komponenter. Exempel på faktorer är:

- Tillgång på kapital
- Tillgång på fastigheter
- Konkurrerande placeringsmöjligheter
- Riskbedömningar⁴⁰

När direktavkastningskravet ska användas för att utföra en marknadsvärdering härleds kravet från transaktioner som har skett på liknande fastigheter i liknande läge vilket skiljer sig från kravet vid en individuell avkastningsvärdering. När det individuella avkastningsvärdet ska beräknas används istället ett eget direktavkastningskrav som bestäms internt⁴¹.

2.4.5 Tillväxt

I kalkylräntan ska den förväntade tillväxten antas. Här speglas vilka förväntningar marknaden har på driftnettots tillväxt. Många gånger används inflationen som schablon och tillväxtprocenten hamnar på riksbankens långsiktiga inflationsmål, 2 procent⁴². Inflationsmålet speglar den förväntade tillväxten i KPI (konsumentprisindex).

2.4.6 Riskfri ränta

Den riskfria räntan tar hänsyn till att tiden går och motsvarar den ränta som kan uppnås genom att investera sina pengar i en riskfri tillgång som statsobligationer⁴³.

³⁹ Nordlund & Lundström (2012)

⁴⁰ Rådet för byggkvalitet (2008) s. 20

⁴¹ Fastighetsnomenklatur (2008) s. 248ff

⁴² Riksbanken (2012)

⁴³ Geltner & Miller (2007) kap 10

2.4.7 Riskpremie

En definition av risk är:

”Sannolikheten för en avvikelse mellan förväntat resultat och det verkliga utfallet för framtida händelser under en särskild period.”⁴⁴”

För att kunna mäta risken på ett korrekt sätt utifrån ovan definition krävs att utfallet och sannolikheten att utfallet inträffar kan mätas och bedömas med största möjliga precision⁴⁵. För att mäta storleken på risken används vanligtvis standardavvikelse eller varians, vilket i sig beskriver samma sak men i olika form⁴⁶.

Det finns två källor till investeringsrisk:

- Risk i kassaflöden
- Risk i värderingen av kassaflödena.

Genom att använda risktillägg och riskpremier kan värderare kompensera för risken som följer med investeringen⁴⁷. Ett fastighetsbolag äger ofta en portfölj av fastigheter med olika typer av risk vilket medför att en uppdelning av den risk som följer med en fastighet krävs. Det finns två typer av risk, systematisk och osystematisk.

Den osystematiska risken kan diversifieras bort i en fastighetsportfölj och är den risk som beskrivs av variansen. Med diversifiering menas att risken sprids i portföljen och att risken för den specifika fastigheten minskar ju fler fastigheter som ingår i portföljen, dvs. riskerna tar ut varandra. Risk som inte kan diversifieras bort kallas för systematisk risk och det är denna risk som är intressant att prissätta och sätta en riskpremie för⁴⁸. Om en risk är kopplad till ett visst geografiskt läge och gäller för hela delmarknaden innebär det att risken är systematisk. Att risken är systematisk innebär också att riskpremien bör skilja sig mellan olika delmarknader⁴⁹.

⁴⁴ Liwen et. al (2011) s. 1120

⁴⁵ Fager och Felixson (2000) s. 8

⁴⁶ Fastighetsnomenklatur (2011) s. 494

⁴⁷ Hui et. al (2013) s. 2802

⁴⁸ Geltner & Miller (2007) kap 22

⁴⁹ Fastighetsnomenklatur (2011) s. 498

2.5 Värdeår

En byggnads värdeår ges vid fastighetstaxeringen och är oftast det samma som byggnadens nybyggnadsår. Värdeåret kan dock ändras genom att större om- eller tillbyggnationer sker och om så är fallet räknas ett nytt värdeår fram. Värdeåret för ett hyreshus påverkas av de kostnader som lagts ner på byggnaden för större om- och tillbyggnationer samt reparationer och underhållsåtgärder. När ett nytt värdeår ska fastställas jämförs de kostnader som lagts ner med nybyggnadskostnaden för en likartad byggnad och ett nytt årtal fås fram⁵⁰.

Värdeåret speglar alltså nybyggnadsåret och de kostnader som lagts ner men inte vilka åtgärder som utförts. Att investera i hållbara lösningar kan med andra ord ge ett lägre värdeår än att investera i dyra material. Värdeåret spelar roll för de data som används i en investering då schablontalen ofta är indelade i intervall satta efter just värdeåret.

2.5 Effektiv marknad och transparens

Hypotesen om en effektiv marknad skapades på 1970-talet av Eugene Fama. Hypotesen säger att alla varor är perfekt prissatta och att alla aktörer på marknaden har tillgång till all information på en effektiv marknad. Transparens är ett av de grundläggande villkoren för att en effektiv marknad ska kunna uppstå⁵¹.

En transparent verksamhet är en verksamhet som kan genomskinas och inte döljer något och inom näringslivet kan transparens användas som ett mått på hur öppet ett företag är mot externa parter. För att prissättningen på fastigheter ska vara effektiv krävs att marknaden är transparent. Konsekvensen av en bristfällig transparens är att en osäkerhet uppstår som påverkar prissättningen negativt då riskpremien ökar.

Sverige har länge varit ett av de mest transparenta länderna när det kommer till fastighetsmarknaden och mycket är tack vare krisen på 1990-talet som ledde till högre krav från banker när det kommer till värdering och riskbedömning. Transparensen på den svenska marknaden har dock utvecklats bakåt som en följd av att fler affärer sker i bolagsform med varierande innehåll vilket leder till svåranalyserat material⁵².

⁵⁰ BoRevision (2006)

⁵¹ Van Bergen, J (2011)

⁵² Gustafsson, G (2011)

2.6 Investeringsanalys av fastighetsutvecklingsprojekt

Vid investeringsanalyser av utvecklingsprojekt behöver man ta hänsyn till tre unika karaktärsdrag jämfört med fastigheter i drift:

- Det tar tid att bygga vilket innebär att alla kostnaderna sprids över en tid istället för att alla hamnar i slutet av en period. Detta skapar en operativ hävstång trots att ingen finansiell hävstång finns.
- Det är standard att använda låneformen byggkreditiv samt eget kapital för att finansiera ett projekt.
- Risken varierar mellan de olika faserna i utvecklingsprojektet; produktion, uthyrning och drift. Detta gör att olika kalkylräntor krävs för respektive fas⁵³.

För att bedöma värdet på projektet används formeln:

$$NEV = V_0 - K_0 \quad (14)$$

Där NEV är det ekonomiska nuvärdet av projektet, V_0 är värdet på den färdiga byggnaden i drift och K_0 är produktionskostnaden. Samtliga värden ska diskonteras till projektets startdatum.

En investering i utvecklingsfasen innebär en helt annan risk än en investering i en fastighet i drift. För att kunna jämföra risk och avkastning mellan de olika faserna är det därför viktigt att inte blanda två typer av investeringar med olika risk och avkastning i en enda odifferentierad analys. Kalkylräntan måste reflektera mängden risk i en tillgång eller de kassaflöden vi diskonterar. Vid mer komplexa projekt med flera faser krävs att man använder optionsteori för att värdera. Detta görs eftersom man alltid har ett val (en option) att avvakta istället för att påbörja nästkommande fas. För att optionsvärdera ett projekt används formeln:

$$\frac{V_T - K_T}{(1+E[r_C])^T} = \frac{V_T}{(1+E[r_V])^T} - \frac{K_T}{(1+E[r_K])^T} \quad (15)$$

Där V_T är värdet på den färdiga byggnaden vid tidpunkt T, K_T är den totala produktionskostnaden sammanslagen till tidpunkt T, $E[r_V]$ är kalkylräntan där den färdiga byggnaden, $E[r_K]$ är kalkylräntan för produktionskostnaderna, $E[r_C]$ är kalkylräntan för investeringen i utvecklingsfasen och T är tiden produktionen tar⁵⁴.

⁵³ Geltner & Miller (2007) kap 29

⁵⁴ Geltner & Miller (2007) kap 29

3 Samhällsfastigheter

Samhällsfastigheter tillhör kategorin specialfastigheter (nolltaxerade fastigheter⁵⁵) och är både skatte- och avgiftsfria. Dessutom ses de som stabila och långsiktiga investeringar med långa avtal och stabila hyresgäster.

Begreppet samhällsfastigheter är relativt nytt på marknaden. Tidigare ägdes fastigheterna främst av offentliga aktörer som kommuner, stat och landsting. På grund av bristande kapital och eftersatt underhåll växte behovet för att frigöra kapital för underhåll och investeringar inom de offentliga verksamheterna. Följden blev att en del av fastighetsbeståndet såldes av och köptes av privata fastighetsbolag⁵⁶.

Då samhällsfastigheter är ett relativt nytt fenomen har det funnits flera olika meningar kring vilken typ av fastighet som ingår i begreppet. För att skapa en enighet på marknaden gick ett antal aktörer ihop och 2014 kom en ny definition på en samhällsfastighet som numera är gemensam för hela marknaden:

”Fastighet som brukas till övervägande del av skattefinansierad verksamhet och är specifikt anpassad för samhällsservice. Dessutom inkluderas trygghetsboende under begreppet samhällsfastigheter⁵⁷.”

Till gruppen samhällsfastigheter räknas:

- Rättsväsende
- Utbildning och omsorg
- Fritid
- Vård
- Anpassad bostad

Exempelvis räknas fängelse, tandläkare, trygghetsboende, idrottsanläggningar och skolor till gruppen samhällsfastigheter. Däremot räknas bland annat kommunhus, myndighetshus och kommunförvaltningshus inte som samhällsfastigheter⁵⁸.

3.1 Tillgänglighetsregleringar

Då många av de hyresgäster som återfinns i samhällsfastigheter är offentliga verksamheter som arbetar med människor med speciella behov ställs höga krav på tillgängligheten i lokalerna. Kraven behandlar allt från ljus och buller till material och brandskydd och arbetsmiljö. Om lagregleringar och myndighetskrav inte uppfylls finns det en stor risk att lokalerna blir vakanta och hyresintäkterna försvinner. Som

⁵⁵ Skatteverket (2015)

⁵⁶ Ekberg, E (2012)

⁵⁷ Fastighetsvärlden (2014)

⁵⁸ Fastighetsvärlden (2014)

ägare av samhällsfastigheter är det därför extra viktigt att hålla koll på gällande och kommande krav samt att planera i förväg för att undvika stora kostnader för myndighetskrav.

3.1.1 Lagar

De lagar som finns i Sverige bygger på FN:s konvention om rättigheter för personer med funktionsnedsättning. I plan- och bygglagen (2010:900), PBL, och plan- och byggförordningen (2011:338), PBF, återfinns lagar som reglerar byggande och utformning av byggnader. I 8 kapitlet i PBL samt 3 kapitlet PBF finns sedan de minimikrav som ställs på tillgänglighet och användbarhet för personer med nedsatt rörelse- och orienteringsförmåga. Reglerna i PBL och PBF gäller för alla byggnader men får anses vara extra viktiga för samhällsfastigheter där det i regel vistas många personer med nedsatt rörelse- och orienteringsförmåga.

Krav på tillgänglighet ställs utifrån personer med nedsatt förmåga av något slag och för de anställda som arbetar i lokalerna finns det arbetsmiljökrav. I arbetsmiljölagen (SFS 1977:1160), AML, regleras arbetsplatsers utformning. Kraven är ställda utifrån typen av arbete som utförs och därmed ändras kraven då arbetssituationen ändras. I Arbetsmiljöverkets föreskrifter, AFS 2009:2 och AFS 2013:3, finns regleringar för arbetsplatsens utformning samt det ansvar arbetsgivaren bär. Föreskrifterna tar bland annat upp krav och råd gällande ventilation, klimat, inredning och utrustning. Som ett komplement till AFS 2009:2 finns även skriften ”Särskilt boende för äldre – Arbetsmiljö” som är specifikt framtagen för äldreboenden.

3.1.2 Boverkets byggregler

I Boverkets byggregler (BRS 2015:3), BBR 22, finns tillämpningsföreskrifter som knyter samman med de regler som återfinns i PBL och PBF. De flesta reglerna för tillgänglighet återfinns i kapitel 3 men även i kapitel 8 och reglerna gäller när man bygger nytt eller bygger om samt vid ändrad användning av en byggnad.

3.1.3 Svensk standard

Boverkets allmänna råd hänvisar till Svensk Standard där måttangivelser för funktionskraven i BBR återfinns. I SS 91 42 21:2006 finns, utöver mått för enskilda byggnadsdetaljer, även förslag på hur rum och inredning kan utformas för att tillgänglighetskraven ska vara uppfyllda.

3.2 Miljö och hållbarhet

Miljö- och hållbarhetsfrågor blir allt viktigare i dagens samhälle och för att inte skada miljön mer än vad vi gör idag sker ett antal regleringar på både global och nationell nivå. I december 2015 höll FN i en klimatkonferens i Paris där resultatet blev ett bindande globalt avtal för minskade utsläpp av växthusgaser. Reglerna gäller för hela världen och i EU finns redan ett klimatarbete som brukar förkortas 20-20-20. Arbetet omfattar fyra mål:

- Växthusgasutsläppen ska minska med minst 20 procent, jämfört med 1990
- Energiförbrukningen ska minska med 20 procent
- Andelen förnybar energi av energikonsumtionen ska höjas till 20 procent
- Andelen biobränsle för transporter ska höjas med 10 procent

Samtliga fyra mål ska uppnås senast 2020. Nya mål har även satts för 2030 där flera punkter är bindande på EU-nivå⁵⁹. Ett av EUs direktiv behandlar energianvändningen i nya byggnader. Direktivet säger att samtliga nya byggnader från 2021 ska vara så nära nollenergibyggnader som möjligt och kravet gäller redan från 2019 för offentliga aktörer⁶⁰.

Utöver EU-målen har Sverige satt upp nationella mål. Ett av dem behandlar energianvändningen och målet är att energiintensiteten ska minska med 20 procent mellan åren 2008 och 2020. I målet fastställs att den offentliga sektorn bör leda utvecklingen mot mer energieffektiva byggnader och på så sätt föregå med gott exempel⁶¹.

3.2.1 Hygienfaktor

En hygienfaktor är egenskap som inte nödvändigtvis behöver leda till att kunden blir nöjd men där en brist på egenskapen leder till missnöjdhet⁶². Exempel på hygienfaktorer är krav på viss utformning av lokaler där en brist leder till att tänkt verksamhet inte kan bedrivas. Boverkets regler, arbetsmiljöverkets krav och socialstyrelsens riktlinjer för samhällsfastigheter är några exempel på hygienfaktorer. EUs miljömål kan komma att påverka dagens hygienfaktorer och fler kan tillkomma. Exempel på en ny hygienfaktor, med tanke på Sveriges klimatmål, skulle teoretiskt sett kunna vara krav på effektivare energianvändning.

⁵⁹ EU-upplysningen (2015)

⁶⁰ Regeringen (2015)

⁶¹ Regeringen (2015)

⁶² Cambridge Dictionaries (2016)

4 Miljöcertifieringar på marknaden

Intresset för miljöcertifieringar växer och de flesta nyproducerade hus certifieras enligt något av de många system som finns på marknaden. De åtgärder som görs för att nå en certifiering leder idag till ett högre driftnetto, främst som följd av de lägre driftskostnaderna som är kopplade till fastigheten. Det högre driftnettot ger i sin tur utslag på värdet.

4.1 Värdet internationellt

Internationellt sett ger miljöcertifieringar större effekter på värdet än i Sverige då många internationella banker har börjat ta hänsyn till gröna kvaliteter i sin värdering. Studier visar nämligen att amerikanska fastigheter som certifieras enligt LEED i snitt har 30 procent lägre energiförbrukning, ger 35 procent lägre koldioxidutsläpp och har 30 till 50 procent lägre vattenkostnader. Liknande studier visar även att engelska hus som certifieras enligt Breeam får ett 7,5 procent högre byggnadsvärde samtidigt som hyrorna kan höjas med tre procent och beläggningsgraden ökar med 3,5 procent⁶³.

Studier visar att miljöcertifieringar kan leda till högre hyror alternativt lägre vakansgrader. Dessutom blir förvaltningskostnaderna lägre och ett skydd skapas mot framtida förändringar i lagar, regleringar och krav. När en försäljning sker har det visat sig att certifierade fastigheter säljs med en extra prispremie kopplad till certifieringen. LEED-certifierade fastigheter säljs exempelvis med en extra premie på 25 procent⁶⁴.

4.2 Värdet i Sverige

I Sverige ger en certifiering inte samma utslag på värdet som internationellt, vilket främst beror på det, historiskt sett, bristfälliga statistiska underlaget. Många investerare är rädda för att höja värderingen av certifierade byggnader innan de vet hur marknaden hanterar dem. Trots den återhållsamma attityden är det många som anser att certifieringar bör ge en högre värdering som följd av ett lägre avkastningskrav⁶⁵. Fastigheten blir lättare att sälja och lättare att hyra ut om den är certifierad eftersom högre krav på miljö och hållbarhet ställs från både privata och offentliga aktörer, jämfört med för några år sedan⁶⁶.

Den känsla som finns på marknaden tyder dock på att miljöcertifierade byggnader är mer attraktiva, både för investerare och för hyresgäster, samt att de värderas något högre. De högre värdena går inte att bevisa statistiskt utan grundas på utlåtanden från värderare och den känsla experter har fått⁶⁷.

⁶³ Martina Strand Nyhlin (2016)

⁶⁴ Fuerst & McAllister (2011) s.66 ff.

⁶⁵ Martina Strand Nyhlin (2016)

⁶⁶ C-G Hanberg (2014)

⁶⁷ Martina Strand Nyhlin (2016)

Fler byggbolag börjar marknadsföra sina kunskaper inom området ”miljöcertifieringar”. NCC anser bland annat att frågan kommer bli allt viktigare med tiden och de tror att miljöcertifieringar kommer vara ett standardkrav från kunderna. De menar att de högre produktionskostnaderna till stor del vägs upp av en lägre energianvändning och därmed lägre driftskostnader. Utöver energianvändningens fördelar innebär en certifiering även en lägre riskutsatthet och studier gjorda av Jones Lang LaSalle har visat att miljöcertifierade byggnader är lättare att hyra ut. Samma studier visar även att miljöcertifieringar leder till ett högre fastighetsvärde⁶⁸.

Andra studier visar att anledningen till att miljöcertifierade fastigheter faktiskt får ett högre värde, både för svenska och internationella investerare, är att certifieringssystemen kan jämföras på en internationell marknad⁶⁹.

4.3 Medvetenhet på marknaden

Medvetenheten om de attraktiva egenskaperna hos en miljöcertifierad fastighet och de värden som följer har ökat markant på marknaden de senaste åren. Trots att bankerna inte vågar lägga in de gröna kvaliteterna i sina värderingar finns det ett flertal aktörer på marknaden som gör det. WSP är ett av de företag som tar hänsyn till just certifieringar och de har tagit fram en ny tjänst som kallas *Grön värdering*. Trots att det är svårt att få tillgång till data om miljöcertifierade fastigheter och dess ekonomiska värde har WSP genom egen erfarenhet kunnat koppla en värdeökning till miljöcertifieringar och i sin värdering kan de därför ta hänsyn till både internationella och svenska certifieringssystem och göra en samlad värdebedömning. Hur de går tillväga med sin värdering samt vilka data de ändrar på i analysen, är inte officiellt, men att fler aktörer tar hänsyn till miljö- och hållbarhetsaspekter vid värderingar tyder på att det finns en skillnad i värde mellan certifierade byggnader och icke-certifierade byggnader. Problemet ligger i att veta vad det är som utgör skillnaden och vilka justeringar som bör göras i värderingskalkylen⁷⁰.

4.4 Gröna obligationer

Gröna obligationer är ett relativt nytt begrepp på den svenska marknaden. Syftet med gröna obligationer är att det upplånade kapitalet ska vikas åt olika slags miljöprojekt, men någon exakt definition av begreppet finns inte. Marknaden för gröna obligationer har vuxit explosionsartat de senaste åren och de främsta investerarna är pensionsfonder och försäkringsbolag⁷¹.

2015 emitterades fyra gånger så många gröna obligationer än året innan och utvecklingen har främst drivits på av den offentliga sektorn och fastighetsbolag. Bedömningen är att marknaden kommer fortsätta växa, mycket på grund av den

⁶⁸ Lindbäck, C (2016)

⁶⁹ Sweden Green Building Council (2016)

⁷⁰ Håkan Nilsson (2016)

⁷¹ Berner, Å (2014)

växande efterfrågesidan. Många fondsparare och kunder vill undvika att investera i bolag som inte driver en långsiktig och hållbar verksamhet och genom att emittera gröna obligationer sänder företagen ut en signal att de förbinder sig att investera hållbart⁷².

Den stora efterfrågan som har uppstått har lett till ett behov av någon form av definition. Någon exakt definition finns inte men 2014 togs ett antal principer fram som kallas ”the Green Bond Principles” och förkortas ”GBP”. 13 internationella banker har enats om de fyra principerna inom följande områden:

- Användningsområden
 - Hur emissionslikviden används måste dokumenteras i obligationens juridiska dokument.
- Processen för utvärdering och val av projekt
 - Beslutsprocessen för bedömningen om ett projekt kan använda sig av kapital från en grön obligation ska beskrivas.
- Hantering av emissionslikviden
 - Emissionslikviden ska placeras på ett separat konto eller hanteras så att det är tydligt att pengarna från obligationerna går till de specificerade projekten.
- Rapportering
 - Minst en gång om året ska en lista tillhandahållas. Listan ska beskriva vilka projekt som har finansierats med hjälp av obligationen⁷³.

⁷² Dagens industri (2015)

⁷³ Brundin, K (2015)

Del II: Empiri

5. Fastighetsinvestering ur Hemsös perspektiv

5.1 Den praktiska processen vid förvärv av fastighet

Vid förvärv av en fastighet krävs att en marknadsbedömning av värdet görs för att ett pris ska kunna lämnas. För att kunna utföra bedömningen används en kassaflödeskalkyl. Siffrorna som används baseras först och främst på vad som kan utläsas i prospektet, som lämnas av mäklaren, gällande fastigheten, och här är transparensen låg. Generellt sett lämnas begränsad information ut och det normala är att siffror erhålls för gällande hyresintäkter och historiskt driftnetto för lokalerna. Om informationen är bristfällig krävs att normalantaganden görs för att kunna få fram ett bedömt värde. Utifrån resultatet av analysen lämnas ett indikativt pris för fastigheten som senare utgör utgångspunkten för förhandling⁷⁴.

Om priset accepteras av säljaren utförs en Due Diligence av bolaget som äger den aktuella fastigheten. I en Due Diligence gör besiktningar av bolagets och fastighetens tekniska, miljömässiga, ekonomiska och juridiska status. Det indikativa priset som bestämts är satt efter vad man hade kunnat förvänta sig av fastigheten utifrån den information som lämnats, vilket ofta innebär bristfällig information på grund av den låga transparensen. Om fastigheten visar sig vara sämre än vad som kunnat antas blir bristerna föremål för diskussion kring prisavdrag i förhandlingen. Miljö och hållbarhet är en av de faktorer i en affär som blir allt viktigare varför det blir vanligare att göra en hållbarhetsbedömning av byggnaden. Ett problem idag är att detta fenomen är relativt nytt och det råder osäkert i hur det ska prissättas. Den mest konkreta formen av hållbarhet är ett exempel med energiprestanda, där ett prisavdrag oftast beror på högre kostnader för media än vad som är normalt eller angivet, inte på att avkastningskravet ändras på grund av risk för att det i framtiden blir svåruthyrt.⁷⁵

5.1.1 Anpassningar vid värdebedömningar

Den värdering som görs vid ett förvärv är en marknadsmässig värdering. Främst analyseras stabiliteten hos hyresgästen samt de kostnader och intäkter fastigheten kan generera. Andra faktorer återspeglas i värdebedömningen genom övriga antaganden som görs, dock i en mindre grad. Alternativanvändningen, eller byggnadens flexibilitet, speglas i restvärdet i form av en justering av restvärdets avkastningskrav, om det finns en stor potential kan avkastningskravet sänkas och vice versa. Övriga faktorer, exempelvis energiprestanda, återspeglas främst i de kostnadsantaganden som görs men någon justering av risken i övrigt sker vanligtvis inte.⁷⁶

⁷⁴ Moa Chley Tegnelund (2016)

⁷⁵ Moa Chley Tegnelund (2016)

⁷⁶ Anna Alsborger (2016)

De faktorer som bakas in i en värdebedömning skiljer sig beroende på hur marknaden ser ut. Vid tillfällena med exempelvis ett gynnsamt finansieringsklimat ges större utrymme till riskantagande då fastighetens överskottsgrad är god och marginalen för oförutsedda händelser är stor. Stor vikt läggs vid analys av fastighetens bidrag till bolagets avkastning på eget kapital.⁷⁷

De eventuella potentialer som finns hos en fastighet är svåra att skapa värden av då säljaren ofta är medveten om dessa och vill ha betalt för dem. Man betalar ofta för möjligheter så som byggrätter, trots att det inte är helt klart att de kan generera ett framtida värde. En kostnad som ofta underskattas är den kostnad som uppkommer i och med förverkligandet av en potential. Ett exempel är om en potentiell hyreshöjning identifieras, exempelvis om nuvarande hyra ligger på en låg nivå och kontraktet snart löper ut. Ofta krävs en del anpassningar för att en hyreshöjning ska kunna ske och dessa anpassningar kostar pengar som sällan läggs in i kostnadsanalysen. Det kan då bli utmanande för förvaltningen att införliva högre hyresnivåer utan korresponderande kostnadsantaganden.⁷⁸

Att hänsyn inte tas till byggnadsspecifika kvaliteter i marknadsvärderingen är ett problem och större hänsyn borde tas. Ett exempel är alla de nya äldreboenden som säljs till höga priser, trots att de är av modulkaraktär. Här görs ingen större skillnad mellan modulbyggnader och stabila, hållbara byggnader utan allt för ofta görs endast en kassaflödesanalys där byggnadens välmående om några år underskattas.⁷⁹

5.1.2 Problem vid värdebedömning

I kassaflödesanalysen som görs tas hänsyn till intäkter och kostnader men problemet är att det finns fler faktorer som styr om det är en bra byggnad. De material- och systemval som är inbyggda i huset påverkar byggnadens uthyrbarhet och därmed de intäkter som genereras. Dåliga val påverkar intäktsrisken negativt vilket är något som sällan tas hänsyn till vid en värdebedömning. En miljöcertifiering är ett exempel på en hållbarhetskvalitet som inte tas hänsyn till i större utsträckning än om det påverkar driftnettot. Detta trots att de val som följer med en certifiering troligtvis medför lägre risk i framtiden, om exempelvis ett antagande om att en miljöcertifiering kan bli en hygienfaktor stämmer.⁸⁰

Ett annat exempel på en hållbarhetskvalitet är en byggnads flexibilitet. Med hög flexibilitet är det lägre risk att fastigheten blir obrukbar för dess ändamål vilket innebär stabilare flöden i framtiden, efter kontraktstiden. Ett problem kan till exempel uppstå om nya myndighetskrav ställs, exempelvis likt situationen som uppstod då tolkningen av hur stort arbetsutrymme som krävs runt toalettstolen på äldreboenden ändrades. Ändringen har lett till att badrummen på äldreboenden i vissa fall ansetts

⁷⁷ Anna Alsborger (2016)

⁷⁸ Anna Alsborger (2016)

⁷⁹ Anna Alsborger (2016)

⁸⁰ Moa Chley Tegnelund (2016)

vara för små. En ombyggnation av badrummen är kostsam och ibland helt omöjlig på grund av byggnadens fysiska utformning. Konsekvensen blir att byggnaden inte längre går att använda för dess ändamål och att hyresgästen måste flytta. Om byggnaden har hög flexibilitet kan situationen, där hyresgästen måste flytta ut, undvikas och vakansrisken sjunker markant. Problemet är att brist på flexibilitet inte är en brist som kan bli föremål för prisavdrag utan bristen uppstår först när gällande myndighetskrav inte längre är uppfyllda. Kontentan blir att prisavdrag endast kan göras för sådant som anses vara en brist ur marknadens generella perspektiv, dvs. utifrån hur en normal fastighet ska vara utformad enligt gällande regelverk. Följden blir att risk för en framtida ändring av exempelvis hygienkraven, inte kan bli föremål för påverkan. Flexibilitet är däremot något som hade kunnat påverka värdebedömningen genom riskpremien i avkastningskravet om transparensen varit högre och informationen därför varit tillgänglig i ett tidigare skede⁸¹.

En uppskattning av kalkylräntan görs redan i första fasen då ett indikativt pris ska lämnas. I det stadiet saknas mycket av informationen om fastigheten utifrån vilken riskbedömningar kan göras, vilket leder till att en marknadsbedömning måste göras så länge. Resultatet blir att kalkylräntan speglar marknadens avkastningskrav på en normal fastighet vilket innebär att den inte är objektspecifik⁸².

Det finns med andra ord kvaliteter som medför en höjd eller sänkt objektspecifik risk och som därför bör påverka yielden. Det största problemet är dock att man inte har tillräcklig information från början för att kunna göra de riskantaganden som krävs för en säker bedömning. En säker bedömning är grunden för ett effektivt beslut men när beslutet tas är transparensen inte alltid tillräckligt stor⁸³.

5.2 Processen vid utvecklingsprojekt

En betydande del av Hemsös verksamhet består av att genomföra olika byggnadsprojekt. De utgörs av allt från stora ny-, om- och tillbyggnadsprojekt till små hyresgästpassningar och åtgärder relaterade till löpande underhåll.

Hemsö kännetecknas av en låg verksamhetsrisk genom stabil efterfrågan, långa hyresavtal och betalningsstarka hyresgäster. En låg risktolerans gäller även i byggprojekten vilket ställer krav på en relativt hög grad av kontroll för att förhindra oönskade händelser och säkerställa måluppfyllelse.

Byggprojekt som överstiger 20 miljoner kronor är strategiska investeringar. Genomförandet är till sin natur ofta komplext och förknippat med stora risker. Med projektrisker avses händelser eller situationer som väsentligen påverkar Hemsös förmåga att hålla projektbudget och säkerställa investeringens finansiella mål. Riskkategorier som generellt beaktas är:

⁸¹ Moa Chley Tegelund (2016)

⁸² Moa Chley Tegelund (2016)

⁸³ Moa Chley Tegelund (2016)

- risker kopplade produkten
- risker kopplade till platsen
- risker kopplade till investeringen
- risker kopplade till finansieringen
- risker kopplade till avkastningen/kassaflödet/hyrestid

Varje projekt är unikt men grundtanken är att varje projekt ska genomföras i följande definierade och avgränsade skeden:

1. Idé (behovsanalys)
2. Förstudie
3. Planering
4. Genomförande
5. Överlämnande
6. Avslut

I en behovsanalys definieras vilka speciella behov som finns och mål och strategier formuleras. Behoven från analysen utgör underlaget för förstudien där olika alternativa lösningar prövas. För att skapa bästa möjliga lösning vägs förslagen sedan mot de lagar, krav och speciella förutsättningar som gäller i den aktuella situationen och ett alternativ väljs ut för att vidareutvecklas.

I förstudien görs bland annat en verksamhetsanalys av funktion och behov, teknisk redovisning, ekonomisk redovisning och riskanalys. Projektets förutsättningar så som miljö-, hållbarhets- och marknadsförutsättningar utreds och de bedömda kostnaderna för projektet vägs mot möjliga hyresintäkter vilket resulterar i en investeringsbedömning grundat på avkastningsvärde.

I planeringsskedet är det projektets storlek och komplexitet som bestämmer vilka handlingar som behöver tas fram. En programhandling, inklusive tekniska ramhandlingar, upprättas och flera olika alternativ kan utredas. Resultatet sammanställs och med hjälp av den förfinade inputen, i form av mer konkret data avseende kostnader och intäkter relaterat till eventuella risker, justeras investeringsbedömningen.

När planeringsskedet är klart övergår projektet i genomförandeskedet där först systemhandlingar och därefter ett förfrågningsunderlag upprättas. Efter handlingarna är upprättade genomförs en upphandling av entreprenören. Parallellt med detta hanteras myndighetsprocessen i form av lovansökningar och dylikt. Efter upphandlingen påbörjas bygghandlingsprojekteringen och produktionen.

När produktionen är klar sker en slutbesiktning och fastigheten lämnas över för förvaltning⁸⁴.

⁸⁴ Hemsö (2016)

5.2.1 Risker i ett utvecklingsprojekt

Genomförandet av större till-, om- och nybyggnationer är ofta komplext och förknippat med stora risker. Med projektrisker avses händelser eller situationer som väsentligen påverkar Hemsös förmåga att hålla budget och säkerställa investeringens finansiella mål. För att undvika oönskade situationer krävs att riskerna identifieras samt hanteras och det finns flera olika kategorier av risker, exempelvis:

- risker kopplade produkten
- risker kopplade till platsen
- risker kopplade till investeringen
- risker kopplade till finansieringen
- risker kopplade till avkastningen/kassaflödet/hyrestiden

En av riskerna är den ekonomiska risken och de olika projektskedena avslutas generellt med en förfinad investeringsbedömning. I förstudieskedet respektive genomförandeskedet arbetas det primärt med att optimera/minimera kostnadssidan av investeringskalkylen. Detta görs eftersom inkomstsidan principiellt sett oftast redan är låst i dessa skeden. Marknadsmässigt styrda parametrar så som index och finansiering justeras löpande under projektets gång för att ringa in projektets ”verkliga” utfall gentemot investeringsansökan. I kostnadskalkylen görs uppskattningar av de kostnader som är kopplade till projektet och för att kalkylen ska bli så säker som möjligt krävs att hänsyn tas till variationer och osäkerheter samt att orsaker och konsekvenser definieras⁸⁵.

5.2.2 Projektvinst

I kalkylen för ett projekt läggs de uppskattade projektkostnaderna samt de potentiella intäkterna in. Investeringskalkylens kostnadssida belastats med fastighetens aktuella marknadsvärde. Utvecklingsfastigheten efter realiserande värderas och får ett ”nytt” marknadsvärde. Detta marknadsvärde jämförs med den investering som skett i fastigheten d.v.s. de kostnader som fastighetsbolaget behövt lägga ner i fastigheten för att utveckla den.

Skillnaden mellan utvecklingsfastighetens nya marknadsvärde och de kostnader som fastighetsbolaget behövt lägga ner i fastigheten jämte det initiala värdet utgör projektvinsten⁸⁶.

⁸⁵ Hemsö (2016)

⁸⁶ Hemsö (2016)

5.3 Informationsbrist vid värdebedömningar

Tidigare skedde större delen av alla fastighetsaffärer genom rena fastighetsförvärv där priserna registrerades genom lagfart. Lagfarterna innebar att köpen kunde analyseras på ett säkert sätt och de uträknade nyckeltalen och avkastningskravet kunde användas vid värdering av liknande objekt. Problemet idag är att många förvärv sker i bolagsform och att många bolag innehåller fler än en fastighet av olika typ, ofta med stor geografisk spridning. Följden blir att det uppstår en brist på tillförlitlig indata vid kalkylering då köpen är svåra att analysera, framförallt för utomstående parter.

När ett förvärv sker i bolagsform sker informationsdelningen ofta genom korta pressmeddelanden. Den information som delas är ofta begränsad och faktorer som påverkar priset och övriga nyckeltal lämnas sällan ut vilket gör att informationen inte går att använda som underlag för framtida analyser. Det är vanligt att säljaren lämnar olika typer av garantier vilket påverkar ansvarsrisken, exempelvis:

- Hyresgarantier
- Projektkostnadsgarantier
- Miljö- och saneringskostnadsgarantier

Den information som kan läsas ut från värdeutlåtandet är även den bristfällig. Ett värdeutlåtande gäller för en specifik tidpunkt och eftersom en värdering är en produkt med låg betalningsvilja är det sällan möjligt att göra några större och omfattande undersökningar av objektet. Följden blir att värdeutlåtandet inte tar hänsyn, eller ansvar för, eventuella framtida kostnader, förändringar eller fel som miljökostnader, marknadsförändringar eller jordabalksfel⁸⁷.

⁸⁷ Rådet för byggkvalitet (2008) s. 21ff

6 Tidigare studier

6.1 Kvalitetsfaktorer som ger värdepåverkan

Fastigheter är en långsiktig investering men i vissa sammanhang behandlas fastigheter likt exempelvis aktier och obligationer vilket medför ett kortsiktigt perspektiv. Det kortsiktiga perspektivet kan i sin tur missgynna det långsiktiga värdet av en kvalitet. Det skulle vara värdefullt för marknaden om kvalitetsparametrarna fick ett större utrymme vid värderingen då det bland annat skulle underlätta vid investeringsbeslut eftersom värdet då skulle återspegla fastighetens specifika kvaliteter och brister bättre⁸⁸.

Tidigare studier visar på att det finns fler värdepåverkande faktorer hos en fastighet än vad som redovisas vid en marknadsvärdesvärdering. I rapporten ”Fastighetens värde varar väl” från Rådet för byggkvalitet (BQR) har en styrgrupp med yrkesverksamma kartlagt olika aktörers intresse av kvalitetsaspekter i byggande och förvaltning. Det konstateras att dagens värderingssystem, där kassaflödesvärderingar används (se kapitel 2.4), fungerar bra men att det finns utrymme för förbättringar. En av förbättringarna som kan utföras är att tydliggöra ett antal av fastighetens kvalitetsparametrars betydelse för fastighetsvärdet⁸⁹.

Enligt gällande regler ska fastigheter bokföras till ”verkligt värde”, dvs. alla fastighetsbolag ska redovisa fastigheternas marknadsvärde, se kapitel 2.1, i sin bokföring. Eftersom värderingen av kvalitet ingår i balans- och resultaträkningen blir därför frågan om hur dessa parametrar betraktas och värderas avgörande för hur stora drivkrafterna är att arbeta med kvalitet inom fastighetsbranschen. Om en kvalitetshöjande investering inte syns finns det heller ingen ekonomisk drivkraft att förbättra en fastighet⁹⁰.

I rapporten har man fokuserat på ett antal parametrar som byggnadens livslängd, byggnadskvalitet, arkitektur, driftsystem och energisystem. De ställer frågorna:

- Var och hur syns kvaliteterna i ett värdeutlåtande?
- Hur bedöms kvaliteternas värde?
- Hur agerar marknaden?
- Betalar man fullt ut för kvaliteterna?
- Hur bedömer marknaden värdet av dessa kvaliteter?⁹¹

Vid en värdering med hjälp av en avkastningsmetod, se kapitel 2.4, bör en värderare kunna fånga upp kvaliteter och bedöma dess värden i pengar. Dessutom bör

⁸⁸ Rådet för byggkvalitet (2008) s.37

⁸⁹ Rådet för byggkvalitet (2008) s.6-7

⁹⁰ Rådet för byggkvalitet (2008) s.8

⁹¹ Rådet för byggkvalitet (2008) s.12

värderarens bedömningar fånga upp det faktum att värdet på en fastighet styrs av betalningsviljan⁹². I bild 6.1 visas hur driftnettot dividerat med avkastningskravet (alt. betalningsviljan) ger marknadsvärdet för en fastighet samt vilka faktorer på mikro- och makronivå som påverkar värdet.

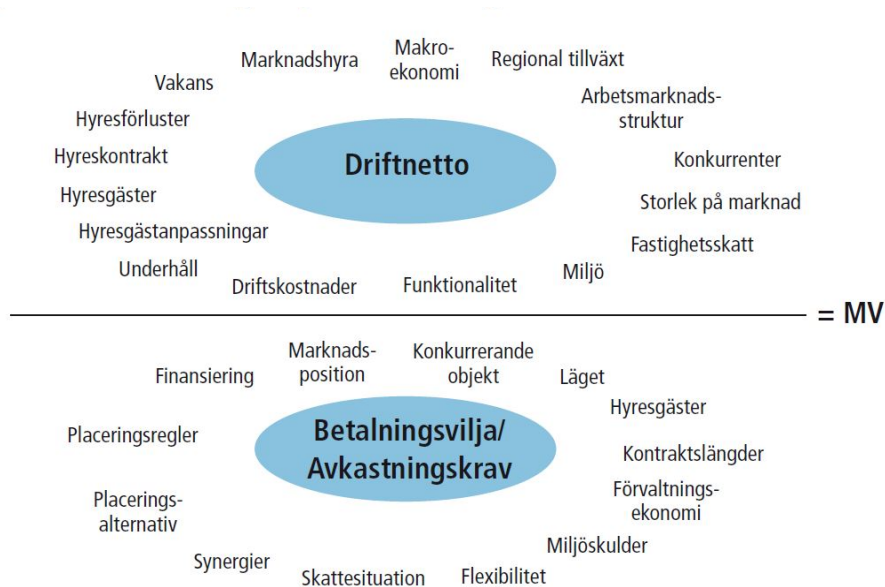


Bild 6.1 - Illustration över hur driftnettot dividerat med avkastningskravet ger marknadsvärdet. Värdet kommer variera beroende på vilka faktorer man tar hänsyn till i beräkningen (Källa: Rådet för byggkvalitet (2008) s. 18).

Kvalitetsbegreppet omfattar både *hårda* och *mjuka* egenskaper. Exempel på hårda egenskaper är sådana som är kopplade till utformning, teknik, teknisk status och funktioner medan mjuka egenskaper kan vara sådana som är kopplade till service och möjligheten till anpassningar, dvs. flexibiliteten i byggnaden. I rapporten har man dock valt att fokusera på kvaliteter som ger byggnader längre livslängd samt gör dem attraktivare och mer funktionella för brukare och ägare. Tre analysområden har därför definierats:

- Miljökvaliteter
- Funktionella- och estetiska kvaliteter
- Byggnadstekniska kvaliteter⁹³

⁹² Rådet för byggkvalitet (2008) s.16

⁹³ Rådet för byggkvalitet (2008) s.24

6.1.1 Miljökväliteter



Bild 6.2 – Värdepåverkande parametrar. De grönmärkade parametrarna är de parametrar där en tydlig och säker påverkan från miljökväligheter finns (Källa: Rådet för byggkvalitet (2008) s.26).

Studien visar att miljökväligheter har en tydlig och säker påverkan på både driftnettot och avkastningskravet, se bild 6.2, men att påverkansgraden många gånger är så liten i förhållande till andra faktorer att de inte går att prissätta. Vissa faktorer innebär dock en direkt påverkan på marknadsvärdet och två faktorer har analyserats närmre:

- Energiförbrukningen
- Miljöaspekter

Energiförbrukningen syns direkt i driftnettot, se kapitel 2.4.1, under driftkostnader och lägre energiförbrukning innebär ett högre marknadsvärde. Ju lägre avkastningskravet är på en fastighet desto större effekt har en sänkning i energiförbrukningen på marknadsvärdet. Däremot innebär en långsiktigt fördelaktig energilösning med hänsyn till framtiden ingen avkastningsvinst på kort perspektiv. *Miljöaspekterna* kan synas i driftnettot men om de inte är definierade som kostnader syns de i betalningsviljan/avkastningskravet, se kapitel 2.4.3, och de kan innebära en intäktsmöjlighet eftersom vissa hyresgäster är villiga att betala en högre hyra för miljökväligheter⁹⁴. Trots att miljökväligheter hittills i huvudsak synts på kostnadssidan tror man att det är troligt att aspekterna kommer synas på intäktssidan inom snar framtid i form av högre betalningsvilja från hyresgästerna. Många intressenter väljer nämligen att göra egna miljöanalyser vid ett fastighetsköp vilket tyder på att värderingen inte ger tillräckligt tydlig information gällande dessa aspekter⁹⁵.

⁹⁴ Rådet för byggkvalitet (2008) s.26-27

⁹⁵ Rådet för byggkvalitet (2008) s.29

6.1.2 Funktionella och estetiska kvaliteter

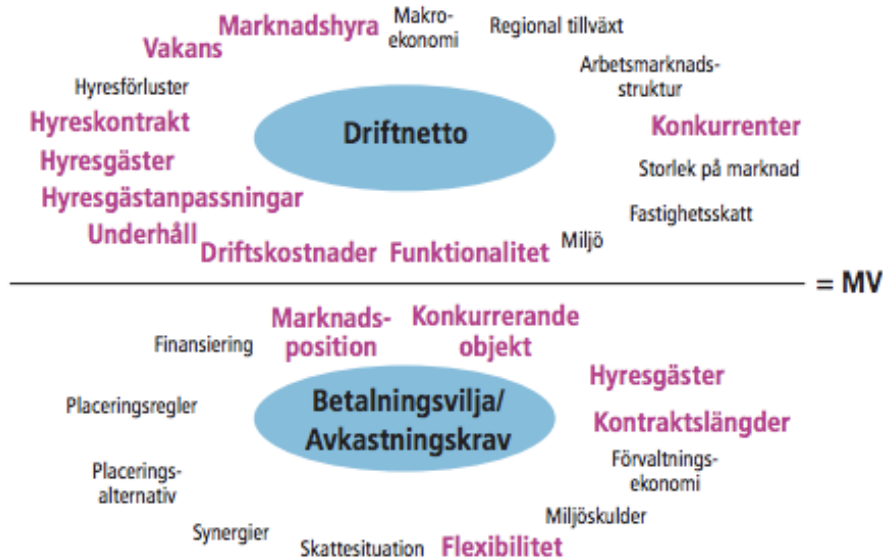


Bild 6.3 – Värdepåverkande parametrar. De lilamarkerade parametrarna är de parametrar där en tydlig och säker påverkan från funktionella och estetiska kvaliteter finns (Källa: Rådet för byggkvalitet (2008) s.30).

Funktionella och estetiska kvaliteter påverkar både driftnettot och avkastningskravet, se bild 6.3, och två funktionella och estetiska kvaliteter har analyserats närmre:

- Hyresgästens uppskattning av byggnaden
- Yttre miljö (säkerhet och trygghet)

Hyresgästernas uppskattning av byggnaden är en kvalitet som syns på intäktssidan i form av hyra, vakansgrad, kontraktslängd, avtalsvillkor och konkurrenskraftighet. Faktorer som påverkar *säkerheten och tryggheten* syns i hyresgästernas betalningsvilja samt i vakansnivån. Betalningsviljan hos köparna påverkar i sin tur avkastningskravet, se kapitel 2.4.3. I statistiska undersökningar har man kunnat visa att betalningsviljan och underhållskostnaderna följer värdeåret, se kapitel 2.5. Underhållskostnadernas samverkan med värdeåret var tydligt och de största underhållskostnaderna uppstår när byggnaden är 20-35 år. Faktorer som har visats påverka investerarens beslut vid en investering och som inte återspeglas i marknadsvärdet är bland annat omsättningen av hyresgäster och flexibiliteten i lokalerna. Det kostar mycket att ställa i ordning lokalerna för nya hyresgäster och det är därför viktigt att omsättningen är låg och att lokalerna är flexibla för att man ska kunna hålla nere kostnaderna. Den historiska hyresgästsammansättningen och den arkitektoniska utformningen har visats varit avgörande i många fastighetsaffärer⁹⁶.

⁹⁶ Rådet för byggkvalitet (2008) s.30-32

6.1.3 Byggnadstekniska kvaliteter



Bild 6.4 – Värdepåverkande parametrar. De blåmarkerade parametrarna är de parametrar där en tydlig och säker påverkan från byggnadstekniska kvaliteter finns (Källa: Rådet för byggkvalitet (2008) s.33).

Byggnadstekniska kvaliteter syns främst på kostnadssidan i driftnettot i form av drift- och underhållskostnader, se bild 6.4, och många investerare och värderare använder sig av schabloniserade nyckeltal när det kommer till dessa kvaliteter. Två faktorer har analyserats närmre.

- Driftseffektivitet
- Livslängd/hållbarhet över tiden

Kvaliteter som ökar driftseffektiviteten syns främst som lägre driftskostnader men innebär även lägre kostnader vid hyresgästanpassningar och att byggnaden blir mer funktionell. Kvaliteter som ökar livslängden och gör byggnaden hållbar över tiden påverkar främst underhållskostnaderna i driftnettot, se kapitel 2.4.1, då kostnaderna blir lägre, färre ombyggnationer krävs och med hållbara val krävs mindre underhåll på befintligt material.

Vid en analys har man kunnat visa att byggnadens konstruktion i sig har en väldigt liten påverkan på både värdet och utfallet i en fastighetsaffär. Däremot har driftkostnaderna, drifttekniken och underhållsstatusen stor, ibland avgörande, betydelse för fastighetsaffärer⁹⁷.

⁹⁷ Rådet för byggkvalitet (2008) s.33-35

6.2 Miljöcertifierade byggnaders påverkan på värdet

Miljöcertifierade byggnader blir allt vanligare på marknaden och uppmärksamhet från både marknaden och den akademiska världen har riktats mot effekterna, se kapitel 4. Det är tydligt att miljöcertifierade byggnader är gynnsamt för miljön men det finns även teorier kring hur miljövinster skulle kunna innebära en ekonomisk vinst för investerarna⁹⁸.

I dagsläget finns få försäljningar av miljöcertifierade byggnader på den svenska marknaden och således finns ett väldigt litet underlag för analys av den miljömässiga värdepåverkan som eventuellt finns. Det som dock kan konstateras är att miljöcertifierade byggnader innebär en lägre risk för den individuella investeraren och att flera faktorer som följer med en miljöbyggnad påverkar de ingående parametrarna i en individuell värdebedömning. Vid bedömning av det individuella värdet kan nämligen mjukare faktorer värderas⁹⁹. De kvaliteter som följer med en miljöcertifierad byggnad och dess påverkan på den byggnadsspecifika risken visas i tabell 6.1:

Kvaliteter:	Exempel på reduktion av den byggnadsspecifika risken:
Flexibel och anpassningsbar	Reducerad risk på grund av ändrade preferenser hos hyresgäster eller strängare krav från tredje part
Energieffektiv/lägre vattenanvändning	Reducerar risk för förändringar i el- och vattenpriser
Miljövänliga material	Minskad risk att bli skadeståndsskyldig mot byggarbetare, hyresgäster och lägre risk för rättstvister
Bättre inomhusklimat	Lägre vakansrisk samt lägre risk att förlora hyresgäster
Konstruktionskvalitet	Lägre risk för depreciering av fastighetsvärdet
Högre miljöstandard än vad lagen kräver	Minskad risk för ombyggnadskostnader på grund av strängare miljölagar/-regler

Tabell 6.1 – Exempel på samband mellan en hållbar byggnad och den byggnadsspecifika risken. Baserad på Lorentz & Lützkendorf (2008) s.490.

Med andra ord påverkas kalkylräntan, se kapitel 2.4.3, vid en kassaflödesvärdering av att värderingsobjektet har en miljömärkning. Hur stor påverkan varje kvalitet ger är beroende av en subjektiv bedömning eftersom ingen marknadsbedömning kan utföras innan fler objekt har sålts och köps på marknaden. När en individuell bedömning görs av kvaliteterna kan det vara svårt att sätta ett mått på respektive risknedsättning, se kapitel 2.4.6. Det är dock inte bara risken som påverkas av de fördelar som

⁹⁸ Bonde et al (2009) s. 53

⁹⁹ Lorentz & Lützkendorf (2008) s.514ff

Värdering av hållbarhet och kvalitet

kvaliteterna hos en miljöcertifierad byggnad medför utan även resterande faktorer som används vid en kassaflödesvärdering, se tabell 6.2:

Hållbara egenskaper:	Fördel:	Påverkan på:
Flexibel och anpassningsbar	Reducerad risk på grund av ändrade preferenser hos hyresgäster eller strängare krav från tredje part	Avkastningskravet samt de projekterade hyresintäkterna
Energieffektiv och lägre vattenförbrukning	Reducerar risk för förändringar i el- och vattenpriser	Projekterade DoU-kostnader, avkastningskravet samt de projekterade hyresintäkterna
Miljövänliga material	Mer lättsåld, Minskad risk att bli skadeståndsskyldig mot byggarbetare och hyresgäster	Direktavkastningen
Bättre inomhusklimat	Lägre vakansrisk samt lägre risk att förlora hyresgäster, mer lättsåld	Avkastningskravet samt de projekterade hyresintäkterna
Konstruktionskvalitet	Lägre drift- och underhållskostnader, mer lättsåld	Projekterade DoU-kostnader samt hyresintäkter
Högre miljöstandard än vad lagen kräver	Minskad risk för ombyggnadskostnader på grund av strängare miljölagar/-regler	Avkastningskravet
Mindre negativ miljö-påverkan på global och lokal nivå	Varumärkesstärkande för ägare och hyresgäster	Avkastningskravet

Tabell 6.2 – Exempel på en miljöcertifierad byggnads påverkan på de ingående parametrarna i en kassaflödeskalkyl. Baserad på Lorentz & Lützkendorf (2008) s.508.

Dock verkar det svårt att motivera en högre hyra för hyresgäster i miljöcertifierade byggnader. I litteraturen kallas en sådan höjning för en grön hyrespremie men några bevis att det går att implementera i Sverige finns inte än. Det som idag går att visa är att en miljöcertifierad byggnads drift- och underhållskostnader är lägre än för en vanlig byggnad vilket genererat ett något högre värde, se kapitel 2.4¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Bonde et al (2009) s. 43

6.3 Övriga publikationer

Det har skrivits en hel del examensarbeten och artiklar inom ämnet ”Miljöcertifieringar” och nedan redovisas för några utvalda publikationer.

6.3.1 Drivkrafter för miljöcertifieringar

I kandidatarbetet ”Varför miljöcertifiera byggnader?” från KTH undersöker författarna drivkrafterna som gör att fastighetsägare väljer att certifiera sina byggnader. I arbetet undersöks vilka faktorer som får fastighetsägare att välja att certifiera sina byggnader samt om det är ekonomiskt lönsamt att satsa pengar på certifieringar. I arbetet visar det sig att Sverige ligger efter resten av världen när det kommer till implementeringen av certifierade byggnader men att fler och fler aktörer börjar ansluta sig till den gröna rörelsen. De största fördelarna på den kommersiella svenska marknaden verkar vara:

- Konkurrensfördelar som även stärker varumärket och synliggör att företaget tar miljöansvar.
- En framtida hygienfaktor gör att företagen väljer att satsa på det redan idag.
- Ett lättbegripligt kommunikationsmedel från tredje part.

Författarna menar att de företag som inte följer trenden och hanterar miljömässiga faktorer inom sin verksamhet riskerar en reducering av den långsiktiga tillväxten. Om miljöcertifieringar blir standard kan dock de konkurrensfördelar som idag finns försvinna. Det konstateras även att miljöcertifierade byggnader i framtiden kommer innebära kvalitetsbyggnader och att fokus kommer flyttas från energifrågan till aspekter som byggnadsmaterial och inomhusklimat.

Hur värdet påverkas kan författarna inte besvara. De konstaterar dock att värdet påverkas idag men att värdepåverkan blir mindre när miljöcertifieringar blir standard. Dessutom menar de att storleken på värdepåverkan är olika beroende på typ av lokal. För handel är det läget som är det viktigaste och den procentuella påverkan blir därför mindre än för exempelvis kontorslokaler¹⁰¹.

6.3.2 Vilka mervärden skapas?

I rapporten ”Miljöcertifiering och mervärden – Vad säger svenska fastighetsägare” undersöks hur mervärden hos svenska fastighetsägare skapas genom miljöcertifieringar. Författarna har svårt att ge konkreta exempel på tydliga nyttor som uppstår genom miljöcertifieringar då fastighetsägarna som intervjuas i studien upplever olika mervärden. De menar att den snabba utvecklingen av miljöcertifierade byggnader i Sverige leder till att uppfattningen av de mervärden som skapas kommer förändras med tiden. Många fastighetsägare ser i dagsläget mervärdena från certifieringen som direkt kopplat till de åtgärder som görs, exempelvis de lägre driftskostnaderna som följer av en bättre energiprestanda.

¹⁰¹ Johansson Björdin & Yakhyaeva (2012) s. 51 ff.

Det främsta mervärdet som kan ses idag är de lägre drifts- och underhållskostnaderna som följd av bättre energiprestanda. Ett annat mervärde genereras då en miljöcertifiering av en byggnad innebär en etablering på en nischmarknad där certifieringar i framtiden kommer ses som ett hygienkrav snarare än en ”unique selling point”.

Ett annat mervärde som noterats är att miljöcertifieringen underlättar kommunikationen av miljöfrågor i byggprojekt, företagsledning, fastighetsförvaltning och vid marknadsföring. Dessutom visar analysen att det finns goda grunder för att etablera kopplingar mellan mervärdena som fås och finansiell nytta¹⁰².

I ett examensarbete från Kungliga Tekniska Högskolan undersöks aktörernas syn på det värde en miljöcertifiering ger och utifrån den utgångspunkten tar författarna reda på hur utvecklingen kan se ut framåt. Undersökningen visar att etableringen av certifierade byggnader är som störst inom nybyggnationsfasen och att aktörer inom förvaltning och förädling är mer tveksamma inför certifieringarnas fördelar. Eftersom transaktionsunderlaget för miljöcertifierade byggnader därför blir litet blir konsekvensen att avkastningskravet inte förändras och att miljöcertifierade byggnader inte får ett högre värde än konventionella byggnader.

Författaren menar att aktörerna inom fastighetsbranschen ser att kvantitativa värden skapas genom miljöcertifieringar i form av:

- Kommunikationsvärde till externa intressenter
- Trovärdighet genom tredjepartsgranskning
- Försäkring mot framtida krav
- Hållbara interna processer
- Intern stolthet hos medarbetarna.

För att dessa värden ska kunna omvandlas till ekonomiska värden anser författaren att det krävs att miljöcertifieringar sprids genom värdekedjan till förvaltnings- och förädlingsfaserna.¹⁰³

¹⁰² Brown m.fl. (2014) s. 20 ff.

¹⁰³ Jernelius, S (2011) s. 94 ff.

Del III: Analys

7 Analys

Analysen bygger på kapitel 5 och 6 i rapporten.

Idag sker fastighetsvärderingar på samma sätt, oavsett vilken typ av fastighet det handlar om. Om byggnaden är från 20-talet med stabil stomme och starka material, en nybyggd och miljöcertifierad byggnad med hållbara material eller en byggnad av modulkaraktär spelar ingen större roll, skillnaderna blir förhållandevis små. Allting faller på att värderingarna görs med generell marknadsdata där justeringarna baseras på läge och värdeår. Fastigheter i olika lägen får olika avkastningskrav och hyresnivåer men i övrigt är siffrorna i princip lika. När det kommer till värdeår brukar en grov indelning göras där olika intervall ger olika avkastningskrav, hyresnivåer och drift- och underhållskostnader. Här är problemet att värdeåret inte speglar fastighetens standard utan den summa pengar som lagts ner på fastigheten sedan den uppfördes. Det finns inget som säger att pengarna investerats på rätt sätt, exempelvis på hållbara material, utan endast att de lagts ner pengar på fastigheten.

När en värdering av en hel portfölj görs på detta sätt kan felen diversifieras bort, men när värderingen omfattar en enskild fastighet kan felen bli stora. I det här analysavsnittet vill jag visa både *att* enskilda fastigheter bör värderas olika samt *hur* hänsyn ska tas till de subjektiva egenskaperna och till sist *varför* man bör göra det.

7.1 Samband mellan värde och indata

För att värdet ska påverkas i en kassaflödesanalys krävs att värdena ändras i täljaren och/eller nämnaren. I täljaren återfinns driftnettot och en förändring här ger en direkt påverkan på det resulterade värdet. Faktorer som hyres- och kostnadsnivå kan påverka storleken på driftnettot vilket innebär att höjda hyror ger en positiv påverkan medan höjda kostnader ger en negativ påverkan.

I nämnaren finns avkastningskravet som består av den riskfria räntan, riskpremien och den förväntade tillväxten alternativt deprecieringen. Det som skiljer byggnader åt är, förutom skillnader i driftnettot, den förväntade tillväxten alternativt deprecieringen i driftnettot samt den risk som fastigheten bär.

I följande avsnitt redovisas hur olika egenskaper kan påverka byggnadens värde, dels genom förändringar i täljaren men även genom förändringar i nämnaren.

7.2 Kvaliteters påverkan på värdet

För att visa på att olika egenskaper bör värderas på olika sätt och att därmed varje fastighet bör värderas med objektspecifik data har en analys genomförts. I analysen görs en simulering där en fiktiv fastighet används med värden baserade på medelvärden tagna från NAI Svefas statistik för Västra Hamnen i Malmö. Med hjälp av simuleringen visas vilket skydd en förbättringsåtgärd, i form av ett effektivare energisystem, kan ge för en fastighet.

Västra Hamnen räknas som ett A-läge på en skala mellan A till D vilket betyder att hyresnivåerna ligger på en högre nivå och direktavkastningen på en lägre nivå än i sämre lägen. Den fiktiva fastigheten i sig ska inte spegla någon typfastighet utan har valts för att visa effekten av olika indata. Värdena är gällande för flerbostadshus med värdeår mellan 2000 och 2008. Nivån på värdena har satts till ett medelvärde på marknaden, se tabell 7.1.

Indata	<i>Min</i>	<i>Medel</i>	<i>Max</i>
Hyra (kr/kvm)	1590	1640	1690
Direktavkastning	3,25%	3,75%	4,25%
DoU (kr/kvm)		400	

Tabell 7.1 – Grundfastighetens data baseras på medelvärdena på marknaden.

I testet simuleras effekten av en prishöjning på förbrukningselen i fastigheten. I första steget värderas grundfastigheten utifrån de angivna antagandena i tabell 7.1. En diskonterad kassaflödesanalys med kalkylperioden tio år används för att ta fram värdet. I nästa steg antas sedan att en identisk fastighet genomgår en ombyggnation där det nuvarande energisystemet byts till ett effektivare system. Följden blir att energikostnaderna minskar med 25 procent och att energikostnaden sjunker från 60 procent utav drift- och underhållskostnaden till 45 procent. Den förbättrade fastigheten värderas på samma sätt som den föregående och redan här uppstår en skillnad i värde, se tabell 7.2.

Fastighet	Värde (tkr)
Grundfastighet	369 120
Energieffektiv fastighet	386 981

Tabell 7.2 – Här syns skillnaden i värde på grundfastigheten och den energieffektiva fastigheten. Skillnaden i värde kommer från de lägre energikostnaderna.

Redan här syns skillnaden i värde mellan en fastighet med normalt energisystem och en fastighet med ett effektivt system. Den energieffektiva fastigheten är identisk grundfastigheten med den enda skillnaden att energikostnaderna är lägre. Resultatet blir att värdet är nästan 18 miljoner kronor högre på den energieffektiva fastigheten. Denna effekt är den som fås direkt genom en sänkning i energikostnaderna. I nästa

steg antas istället att en extrem prisökning på energin sker med 10 procent. Den nya kostnaden läggs in på respektive fastighet och en ny värdering genomförs. De nya värdena som fås från värderingen efter prishöjningen, se tabell 7.3, visar att fastigheten med det effektiva energisystemet drabbas av en mindre värdesänkning än grundfastigheten. Grundfastighetens värde sjunker med 1,94 procent som en följd av de högre energipriserna medan värdeminskningen på den energieffektiva fastigheten endast är 1,18 procent.

Fastighet	Värde innan (tkr)	Värde efter (tkr)	Sänkning (tkr)
Grundfastighet	369 120,41	361 976,15	7 144,27
Energieffektiv fastighet	386 981,08	382 426,61	4 554,47

Tabell 7.3 – Värdeminskningen är mindre på den energieffektiva fastigheten än grundfastigheten.

Testet visar att ett effektivt energisystem inte bara ger lägre driftkostnader utan även ett skydd mot höjda elpriser. Skyddet kan även ses som en minskad risk i driftnettot eller en minskad kostnadsrisk, i alla fall om det anser finnas en risk för stigande energipriser, vilket bör synas i avkastningskravet i form av en sänkt riskpremie.

Resultatet av testet tyder på att fastigheter bör värderas på olika sätt beroende på dess individuella kvaliteter. Ett effektivt energisystem är bara en av de många kvaliteter som bör kunna påverka fastighetsvärdet och nedan räknas ett antal risksituationer upp där värdet riskerar att sjunka på grund av sämre indata vid värderingen.

7.3 Risksituationer och värdeskapande kvaliteter

Analysen i detta avsnitt baseras på genomgången av tidigare studier i kapitel 6.

Att äga och förvalta en kommersiell fastighet innebär att riskhantering är en del av vardagen. För en fastighet finns en del situationer som kan uppstå som man vill undvika. Situationerna kan bland annat innebära att man står utan hyresgäst, att stora kostnader uppstår eller att de löpande kostnaderna stiger kraftigt. Nedan räknas upp ett antal situationer som kan påverka den data som används vid en värdering. Dessutom beskrivs hur dessa situationer kan undvikas med hjälp av ett antal objektspecifika faktorer och hur det påverkar värdet.

Situation 1 – Ändrade preferenser hos hyresgästen

Om hyresgästen i en lokal ändrar sina preferenser och efterfrågar en annan produkt kan det krävas stora ombyggnationer för att säkerställa att kontraktet inte sägs upp och att lokalen då blir vakant. Beroende på situationen kan dessa hyresgäst Anpassningar bli kostsamma, och i vissa fall omöjliga, att genomföra. Om preferenserna inte är subjektiva för hyresgästen utan en allmän preferens från marknaden blir risken än större eftersom lokalen då kan bli svår att hyra ut. Om lokalen i stor grad är anpassad efter den aktuella hyresgästen, exempelvis skollokaler,

blir alternativanvändningen liten och chansen att få lokalen uthyrd igen blir även den liten. De risker som aktualiseras är främst vakansrisken samt risken för dyra ombyggnationer.

De kvaliteter som kan minimera risken är främst en flexibel och anpassningsbar lokal. Om lokalen är flexibel innebär det att en ombyggnation blir lättare att genomföra och mindre kostsam. Dessutom ökar chansen att kunna tillfredsställa hyresgästens behov och behålla hyresintäkterna. Om hyresgästen ändå skulle säga upp kontrakten så är möjligheterna för en hyresgäst Anpassning, åt en ny hyresgäst, större än om byggnaden är svår att bygga om.

Situation 2 – Strängare krav från tredje part

Offentliga hyresgäster styrs av de lagar och regler som sätts för dess verksamhet. För äldreboenden och skolor finns ofta utökade regler när det kommer till utformning av lokaler för att säkerställa en god boende- och arbetsmiljö. När kraven höjs kan hyresvärden ställas inför en situation där stora förändringar av lokalerna krävs. En aktuell risk är det faktum att regeringen har satt upp miljömål där offentliga aktörer ska föregå med gott exempel. Dessa mål kan leda till att offentliga aktörer ställer högre krav på miljöcertifieringar av sina lokaler, både de som ägs internt och de som hyrs. Detta blir extra aktuellt när samhällsfastigheter analyseras då den största delen av hyresgästerna, och därmed den största delen av hyresintäkterna, kommer från offentliga aktörer.

De risker som aktualiseras är risken för ombyggnation och risken för vakanta lokaler. Om kraven innebär att stora ombyggnationer krävs kan det bli så pass kostsamt att hyresgästen kan välja att säga upp avtalet. Dessutom finns det en risk att en ombyggnation inte är möjlig på grund av byggnadens förutsättningar.

Riskerna kan dock minimeras om en byggnad är flexibel och anpassningsbar eftersom stora kostnader eller omöjliga ombyggnationer då kan undvikas. Om man fokuserar på risken för högre miljö- och hållbarhetskrav kan en miljöcertifiering sänka risken eftersom miljöstandarden då är högre än den lagen kräver. Dessa kvaliteter kan sänka hyresrisken genom att hålla hyran på en bra nivå under hela kalkylperioden utan att riskera för stora vakansnivåer. Detta påverkar därför inte bara driftnettot utan även riskpremien i avkastningskravet, både under kalkylperioden och i restvärdet.

Situation 3 – Höjda marknadspriser i driften

Många utav driftskostnaderna i en fastighet styrs av priserna på marknaden, exempelvis el- och vattenkostnader. Om priserna stiger påverkar det kostnaderna och därmed driftnettot. Ett sänkt driftnetto leder i sin tur till ett lägre värde på fastigheten.

Genom effektiva och hållbara lösningar kan effekten av höjda marknadspriser minimeras. Ett bättre energisystem med högre effektivitet innebär att mindre el förbrukas och den procentuella påverkan en prishöjning har på värdet blir då mindre. Det samma gäller vattenförbrukningen och de system som används i fastigheten.

Effektivare system leder inte bara till mindre påverkan på driftnettot utan även att riskpremien i avkastningskravet blir lägre, både under kalkylperioden och i restvärdet.

Situation 4 – Slitage som kräver ombyggnation

Slitage uppstår ofta på äldre byggnader eller när underhållet är eftersatt. Risken är att det slitage som uppstår leder till omfattande och kostsamma ombyggnationer eller reparationer. Ombyggnation som följd av slitage kan också krävas vid ett byte av hyresgäst eller om lokalerna inte kan hyras ut i befintligt skick.

Den kostnadsrisk som är kopplad till slitage kan i viss mån sänkas genom att hållbara material och hållbara tekniska lösningar, med lång livslängd, väljs. På så sätt är risken för att material och installationer ska gå sönder mindre, underhållskostnaderna blir lägre och sakerna kan sitta på plats under en längre period. De stora kostnaderna för att byta ut material och installationer uppkommer med andra ord mer sällan och de löpande kostnaderna när materialet är på plats blir lägre. Om byggnaden är flexibel sänks även kostnadsrisken vid ombyggnationer då det är lättare och billigare att utföra förändringar i en flexibel byggnad.

Hållbara lösningar med lång livslängd ger med andra ord inte bara ett bättre driftnetto utan även en lägre risk vilket påverkar riskpremien i avkastningskravet. Eftersom lösningarna har lång livslängd kan de även påverka riskpremien i restvärdet, beroende på byggnadens ålder och skick. Om byggnaden dessutom är flexibel blir riskpremien ännu lägre.

Situation 5 – Lokalerna blir vakanta

I situation 5 syftas till risken som är kopplad till redan vakanta lokaler, inte risken att lokalerna ska bli vakanta. En vakant lokal utgör alltid en risk och vilket blir extra tydligt när ett utvecklingsprojekt analyseras. Alla kalkyler hänger på att lokalerna faktiskt blir uthyrda efter en viss tid. Denna risk tar man ofta hänsyn till vid just utvecklingsprojekt. Den stora risken är intäktsrisken. Om lokalen förblir vakant under en för lång period finns det inga intäkter som täcker de fasta kostnader som existerar.

Risken för att lokalen ska förbli vakant kan minskas av ett flertal faktorer. Om lokalen är attraktiv, i ett bra läge, med bra inomhusklimat och bra utformning, finns det större efterfrågan och fler potentiella hyresgäster. Dessa egenskaper gör lokalen mindre riskfylld och riskpremien kan sänkas i avkastningskravet.

Om lokalen inte har dessa egenskaper eller om det finns för liten efterfrågan, kan det finnas en risk att en ombyggnation krävs. Likt ovanstående situationer kan risken för stora kostnader i samband med ombyggnationer minimeras om byggnaden är flexibel och flexibiliteten leder till att avkastningskravet kan sänkas som en följd av lägre riskpremie.

7.3.1 En miljöbyggnads bidrag till sänkt risk

Många utav de kvaliteter som beskrivs ovan går att hitta hos en miljöbyggnad.

- Flexibel och anpassningsbar
- Energieffektiv
- Lägre vattenförbrukning
- Miljövänliga material
- Bättre inomhusklimat
- Högre konstruktionskvalitet
- Högre miljöstandard än vad lagen kräver
- Mindre negativ miljöpåverkan på lokal och global nivå

Med hjälp av data från marknaden är det dock svårt att mäta storleken på den påverkan som respektive kvalitet har och detta beror på att få försäljningar har skett av miljöcertifierade byggnader. Tidigare studier, se kapitel 6.2, visar dock att ett flertalet av risksituationerna som beskrivs ovan kan minimeras genom en certifiering och i tabell 7.4 syns en sammanställning på vilka, varför och hur det påverkar värderingen:

Risk	Kvaliteter som påverkar	Faktorer som påverkas
<i>Ändrade preferenser hos hyresgästen</i>	Flexibel och anpassningsbar	Avkastningskravet Hyresintäkter
<i>Strängare krav från tredje part</i>	Flexibel och anpassningsbar Högre miljöstandard än vad lagen kräver	Avkastningskravet Hyresintäkter
<i>Höjda priser, ex. elpriser</i>	Energieffektiv Lägre vattenförbrukning	Drift- och underhållskostnader Avkastningskravet
<i>Ombyggnadsrisk</i>	Konstruktionskvalitet Flexibel och anpassningsbar	Avkastningskravet Drift- och underhållskostnader
<i>Vakansrisk</i>	Bättre inomhusklimat Flexibel och anpassningsbar Högre miljöstandard än vad lagen kräver	Avkastningskravet Hyresintäkter

Tabell 7.4 – Sammanställning av en miljöbyggnads påverkan i olika risksituationer, se kap 6.2.

De miljökvaliteter som finns i byggnaden påverkar alltså inte bara naturen positivt utan de sänker även en del kostnader. Normalt sett blir kostnaderna för elförbrukning, vattenförbrukning och de löpande underhållskostnaderna lägre. Eftersom olika aktörer har olika betalningsvilja för respektive kvalitet kan det vara svårt att sätta en gemensam siffra på kvaliteternas påverkan men en miljöcertifiering i sig borde, förutom de lägre kostnaderna, även leda till en lägre kalkylränta. En eventuell lösning

skulle kunna vara att sätta ett intervall med en skala, från normalt till utmärkt, inom vilken man bestämmer kalkylräntan för varje objekt. Det kan då vara bra att dela in kvaliteterna i grövre grupper. Nedan har tre grupper, likt kapitel 5.1, skapats och effekterna på värderingen analyseras.

7.3.2 Gruppering av kvaliteter

Miljökvaliteter

Miljökvaliteter syns på kostnadssidan eller i avkastningskravet och kan innebära en intäktsmöjlighet om vissa hyresgäster är villiga att betala högre hyra som en följd. I framtiden kan hög miljöstandard bli ett hygienkrav från offentliga hyresgäster i samhällsfastigheter och dessa kvaliteter kan då innebära en lägre vakansrisk. Eftersom fler aktörer väljer att göra miljöanalyser innan köp visar det på att marknaden tar hänsyn till miljökvaliteter vilket i framtiden borde ge utslag på värdet. I dagsläget är det svårt att argumentera för att en högre hyra skulle läggas in i kassaflödesanalysen som en följd av miljökvaliteter, det är främst kostnadssidan som påverkas idag. Risken för att lokalerna blir vakanta efter kontraktstiden bör dock bli lägre och därav bör avkastningen för beräkning av restvärdet bli lägre. Om kontraktet löper ut innan kalkylperiodens slut, eller om lokalen är vakant, bör avkastningskravet sjunka för hela kalkylperioden.

Intervall för miljökvaliteter bör därför behandla det avkastningskrav som används och beroende på förhållandena mellan kalkylperiod och kontraktstid bör avkastningskravet justeras över hela kalkylperioden samt restvärdet, alternativt endast i restvärdet.

Funktionella och estetiska kvaliteter

De funktionella och estetiska kvaliteter som finns kan påverka hyresgästens uppskattning av byggnaden vilket i sin tur kan synas på intäktssidan i form av hyresnivå, kontraktslängd och avtalsvillkor. Om det syns på kontraktslängden påverkas vakansrisken under en längre period eftersom risken under kalkylperioden är som lägst under den tid ett avtal är signerat. Dessutom påverkas vakansrisken efter kontraktets utgång då det blir lättare att hitta nya hyresgäster om byggnaden är attraktiv. En byggnads flexibla och anpassningsbara kvaliteter minskar även risken för kostsamma eller omöjliga ombyggnationer som följd av höjda krav och regleringar eller ändrade preferenser hos hyresgästen. Om byggnaden är flexibel blir det lättare att utföra förändringar och att hitta en alternativ användning för lokalerna vilket gör att vakansrisken och kostnadsrisken minskar med dessa kvaliteter. På samma sätt som flexibiliteten är hyresgästomsättningen en viktig faktor då det påverkar risken för nya kostnader samt vakansrisken. Vid låg hyresgästomsättning och hög flexibilitet är risken för stora kostnader som minst. Undersökningar visar att dessa kvaliteter syns i en relativt liten grad, om ens något, i marknadsvärdet men har visat sig vara avgörande i många fastighetsaffärer vilket tyder på att det borde påverka värderingen.

Intervall för funktionella och estetiska kvaliteter bör därför behandla det avkastningskrav som används under kalkylperioden samt i restvärdet. Under kalkylperioden kan avkastningskravet sänkas om avtal saknas och i restvärdet sänks avkastningskravet då vakansrisken och kostnadsrisken blir lägre samt då alternativ användningen är vidare. Dessutom bör den potentiella hyresnivån påverkas vilket kan läggas in som en intäkt alternativt som en lägre riskpremie vilket leder till att även detta ger en påverkan på avkastningskravet.

Tekniska kvaliteter

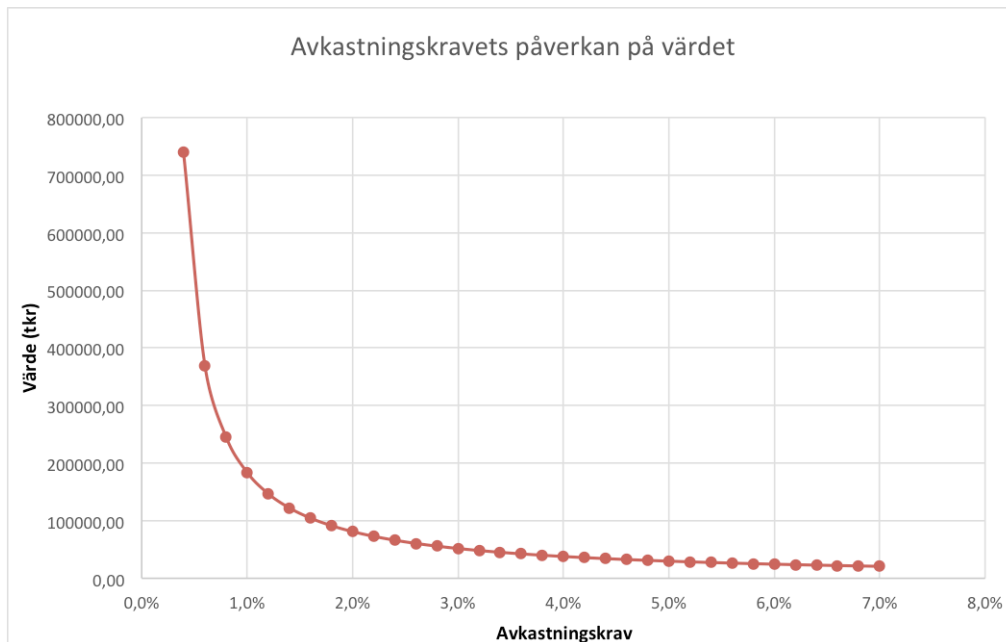
Ofta använder man sig av schabloner när det kommer till drift- och underhållskostnader men en effektivare lösning borde påverka kostnadssiffrorna i värderingen eftersom det är vad som sker i verkligheten. Kvaliteter som ökar effektiviteten i driften syns på kostnadssidan i form av lägre driftskostnader. Utöver kostnaderna ger effektiva lösningar ett skydd mot drastiskt ökade priser på marknaden vilket ger en lägre risk. Tekniska kvaliteter gör byggnaden mer funktionell och gör att kostnader vid hyresgästpassningar kan hållas nere vilket i sin tur sänker kostnadsrisken. Med hållbara lösningar kan även underhållskostnaderna hållas nere, dels på befintligt material men även i framtiden i form av färre ombyggnationer. Därmed minskar kostnadsrisken vilket påverkar avkastningskravet.

Intervall för tekniska kvaliteter bör behandla det avkastningskrav som används. Eftersom effektiva lösningar ger en effekt även under kontraktperioden kan avkastningskravet sänkas under både kalkylperioden och i restvärdet.

7.4 Känslighetsanalys

Samtliga kvaliteter visar sig ha en effekt på avkastningskravet vilket gör det lämpligast att skapa intervall för just avkastningen alternativt direktavkastningen. Om förändringen endast gäller riskpremien är ett direktavkastningsintervall det bästa men om förändringen även gäller tillväxten är ett avkastningsintervall bättre. För att visa hur dagens värderingar skulle kunna förändras om fler kvaliteter tas med vid en kassaflödesanalys utfördes en känslighetsanalys. Analysen visade att en förändring i avkastningskravet gav stora effekter på marknadsvärdet medan en förändring av driftnettot gav mer blygsamma resultat. Det som också visades var att en förändring i driftnettot gav större effekt på en värdering med ett lågt avkastningskrav jämfört med en värdering med ett högt krav.

Den fiktiva grundfastigheten från 7.1 återanvänds i analysen och värdet undersöks med hjälp av olika avkastningskrav i intervallet 0,4 procent till 7 procent. Intervall valdes för att undersöka hur stor effekt låga avkastningskrav har på värdet jämfört med de höga avkastningskraven. Resultatet, se graf 7.1, visar ett strikt exponentiellt samband med hänsyn till de stigande avkastningskraven.

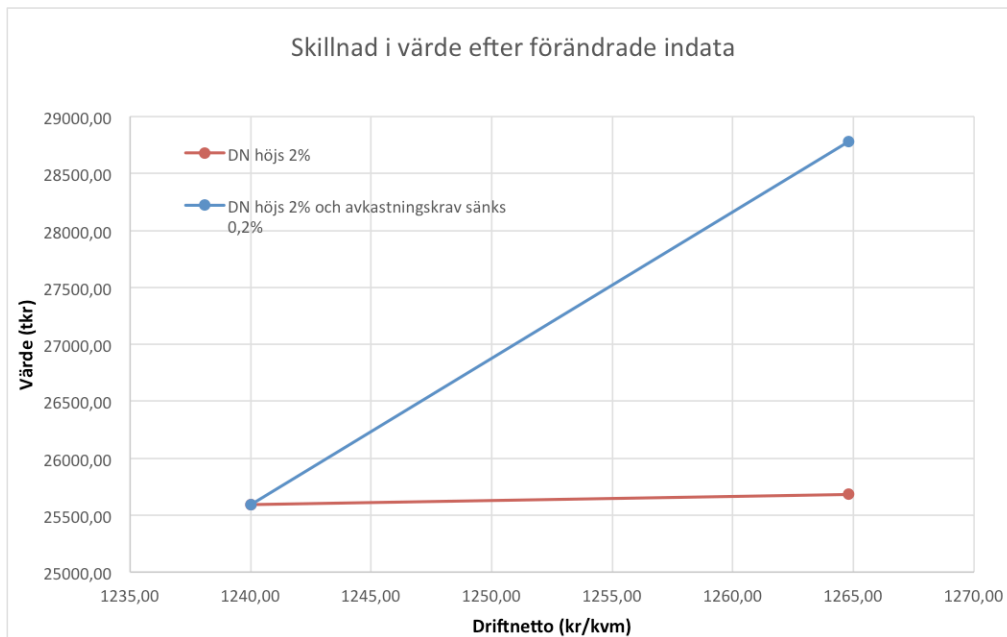


Graf 7.1 – Samband mellan avkastningskrav och värde.

Även om avkastningskraven aldrig, eller åtminstone väldigt sällan, hamnar på så låga värden som 1 procent, kan man tydligt se avkastningskravets samband med värdet. Om avkastningskravet höjs några procentenheter så blir effekten på värdet mindre än om avkastningskravet sänks lika många enheter.

I nästa steg värderas grundfastigheten med ett generellt direktavkastningskrav, se tabell 7.1. Grundfastigheten värderas med medeltalet för direktavkastningarna, 3,75 procent. Sedan införs en kostnadsbesparing vilket höjer driftnettot och därmed värdet. I graf 7.2 visas värdeökningen vid ett högre driftnetto samt värdeökningen när även riskpremien sänks. Här syns tydligt att en kostnadsbesparing, eller ett höjt driftnetto, slår mer på värdet ju lägre avkastningskravet är.

Värdering av hållbarhet och kvalitet



Graf 7.2 – Värdeförändring när en kostnadsbesparing sker. I det ena fallet höjs driftnettot två procent och i det andra fallet har man även ansett att kostnadsbesparingen har lett till att riskpremien sänks 0,2 procent.

Resultatet tyder på att en investering kan slå olika mycket på fastighetsvärdet beroende på vilka antaganden om risken som görs. Om man i ett utvecklingsprojekt uppnår ett högre driftnetto än i den ursprungliga fastigheten betyder det alltså att en värdeökning uppstår. Om man då även kan visa på att risken i fastigheten sänks kan man även sänka avkastningskravet och effekten blir då betydligt mycket större. I graf 7.2 syns att skillnaden blir drygt 3 miljoner kronor när även riskpremien sänks. Skillnaden motsvarar 12 procent, trots att kostnadsbesparingen endast ledde till ett två procent högre driftnetto. Värdeökningen som uppstår då man endast räknar hem kostnadsbesparingarna motsvarar 0,35 procent. Värdeökningen i det fall då man även tar hänsyn till risken är istället 12,5 procent.

Det går med andra ord att uppnå ett bättre projektresultat om investeringen även leder till ett lägre avkastningskrav. Det samma gäller i omvänd ordning, för fastigheter med högre risk bör avkastningskravet vara högre än för den generella grundfastigheten. Ju större skillnaden i risk är från innan projektet till efter projektet desto högre projektvinst uppnås.

7.5 Beslut som bör baseras på objektspecifik värdering

7.5.1 Förvärv

Vid förvärv av fastigheter baseras ofta det initiala prisförslaget på schabloniserad data given av mäklaren i prospektet. Eftersom någon undersökning av fastigheten inte är möjlig i detta skede kan det vara svårt att anpassa sin analys efter objektspecifika kvaliteter eller brister. De faktorer som kan komma att leda till prisavdrag, efter den tekniska och miljömässiga undersökningen, är få och begränsade till faktorer som varit sämre än vad som kunnat väntas.

Om transparensen varit högre och mer information givits i ett tidigare skede hade en värdering av fastighetens objektspecifika kvaliteter varit möjlig. På så sätt hade det initiala priset kunnat spegla bolagets vilja att betala för kvaliteter och risker som följer med fastigheten. På samma sätt kunde överpris då undvikas och risken för att göra ett köp som sedan leder till krav på större investeringar.

En flexibel fastighet är ett exempel på den typ av fastighet som hade kunnat innebära en lägre risk. Om valet då står mellan två likartade fastigheter, med den stora skillnaden att den ena är mer flexibel, skulle värderingen av dem båda kunna skilja sig mer åt. I dagsläget uppstår risken att man väljer att förvärva den icke-flexibla fastigheten och att det då kan uppstå stora kostnader vid ett eventuellt framtida myndighetskrav.

En högre transparens hade tillåtit en mer verklighetsanpassad värdering där varje bolag kan värdera utifrån sina specifika preferenser. Alla på marknaden efterfrågar inte samma sak och en värdering med objektspecifik data hade då kunnat leda till att bolaget som anser att fastigheten i sig bär låga risker för just dem, är de som lägger högst bud. Det finns en skillnad mellan marknadsvärdet och det individuella avkastningsvärdet och det är storleken på den skillnaden som är viktig. Det bolag som får störst skillnad mellan dessa två värden, där det individuella avkastningsvärdet ligger över marknadsvärdet, är det bolag som kommer vara villig att betala mest. Om det inte går att fastställa det individuella avkastningsvärdet på grund av bristande information, innebär det att det finns en risk att betala fel pris.

På samma sätt som att det är önskvärt att använda objektspecifik data för det individuella avkastningskravet hade det varit bra om även marknadsvärdet speglade vad marknaden faktiskt är villig att betala för certifieringar och andra kvaliteter. Eftersom det är vanligt att potentiella köpare genomför en hållbarhetsundersökning av fastigheten tyder det på att marknaden är villig att betala för dessa kvaliteter. Eftersom marknadsvärdet bör spegla vad marknaden är villig att betala, är det också önskvärt att marknadsvärderingen blir mer objektspecifik än vad den upplevs idag.

7.5.2 Utvecklingsprojekt

Eftersom beslutet om ett utvecklingsprojekt ska genomföras eller inte baseras på den projektvinst som skapas kan problem uppstå om den initiala marknadsvärderingen, innan utvecklingen, är för generell. Marknadsvärdet kan då upplevas ligga på en hög nivå då värdena inte motsvarar fastighetens faktiska kostnads- och risknivå. Om projektet syftar till att uppnå en miljöcertifiering kan en projektvist idag uppnås genom det högre driftnettot som följer av certifieringen. Skillnaden mellan det initiala marknadsvärdet och det resulterande värdet är dock missvisande. I graf 7.2 syns en stor skillnad på om endast kostnadsbesparingarna tas med i den nya värderingen eller om man även tar hänsyn till den sänkta risken som en certifiering medför. Om endast kostnadsbesparingarna räknas med, se graf 7.2, blir marknadsvärdesökningen 0,35 medan ökningen blir hela 12 procent om hänsyn tas till risksänkningen. Om avkastningskravet sänks efter certifieringen blir effekten direkt större. Projektets vinst kommer i exemplet som illustreras i graf 7.2, skilja med drygt tre miljoner kronor beroende på vilken riskhänsyn som tas.

Om den initiala värderingen baseras på objektspecifik data kan ett ännu högre resultat uppnås. Eftersom den initiala marknadsvärderingen läggs in som en kostnad i projektet kommer projektvinsten påverkas av storleken på värdet. Om en värdering som baseras på objektspecifik data ger ett lägre initialt värde, än en värdering som baseras på marknadsschabloner, skulle det innebära en mindre belastning i projektkalkylen och vinsten skulle bli ännu högre.

Det är inte bara projektvinsten som gynnas av att objektspecifik data används. Genom att undvika marknadsschabloner kommer projektvinsten dessutom spegla verkligheten på ett mer sanningsenligt sätt. Eftersom utvecklingsprojekt generellt genomförs för att skapa värden bör det även synas i värderingen. Det blir problem om projektet genererar en fastighet vars faktiska siffror ligger på samma nivå som marknadsschablonerna. Det initiala marknadsvärdet och de övriga kostnaderna som belastar kalkylen kommer då överstiga det nya marknadsvärdet eftersom den initiala fastigheten oftast är värderad med schabloner som ligger på samma nivå som de nya värdena. Det är därför viktigt att båda värderingarna utförs på samma sätt.

De data som används vid den initiala värderingen och den slutgiltiga värderingen är med andra ord avgörande för ett projekt och de beslut som ska tas. Om beslutet baseras på värderingar med objektspecifik data kommer beslutsunderlaget spegla verkligheten på ett mer sanningsenligt sätt och beslutet kommer bli mer korrekt. Om man jämför projektvinsterna som fås genom de olika värderingssätten kan det även konstateras att fel beslut riskerar att fattas om fel typ av data används. Resultatet blir missvisande och projekt som borde visa en stor projektvinst med objektspecifik data kan istället visa ett negativt resultat. Följden blir att projektet stängs ner trots att det egentligen var lönsamt. Det samma gäller i omvänd ordning.

7.5.3 Värdering av portföljer

När hela portföljer ska värderas, exempelvis inför bokslut, kan det bli krävande om objektspecifik data ska användas för samtliga objekt. I dessa fall kan det fungera bra att använda sig utav schabloniserad data eftersom de enskilda fel som kan uppstå då kan diversifieras bort. Det är snarare i de individuella fallen som det är av vikt att använda sig av objektspecifik data eftersom det är i de fallen som felen kommer belasta resultatet.

Om samtliga fastigheter i portföljen hyrs ut till hyresgäster med ett visst hygienkrav, exempelvis krav på energieffektiva byggnader, är alla icke-energieffektiva byggnader är oanvändbara för hyresgästerna och om byggnaderna då är svåra att anpassa kan värderingar baserat på marknadsschabloner även slå igenom på portföljnivå. Denna typ av risk är den portföljspecifika risken.

7.6 Kan det finnas risker med att investera?

När en investering ska göras är det viktigt att beräkna värdet utefter fastighetens specifika kvaliteter. I analysen bör hänsyn tas till risksänkande åtgärder vilket bör speglas i riskpremien vilket i sin tur påverkar avkastningskravet. Hänsyn bör tas till att risken för att framtida kostnader kan komma att uppstå minimeras med investeringen. När riskanalysen görs bör även risken för själva investeringen analyseras. Om investeringen görs på grund av framtida spekulationer finns alltid valmöjligheten att investera senare.

När investeringar syftar till att undvika eventuella framtida myndighetskrav och hyresgästers hygienkrav tas även risken att investeringen inte är tillräcklig. Om en miljöcertifiering görs på en byggnad med tänkta offentliga hyresgäster, för att undvika problem om miljöcertifieringar skulle bli ett hygienkrav, finns risken att investeringen var onödig. På samma sätt kan man tänka sig badrummen på äldreboendena byggs större än vad gällande krav säger, för att undvika att hamna i samma situation som förra gången storleksbegränsningen ändrades. Risken är då att kraven inte förändras och kapital har investerats i onödan.

Miljöcertifieringar kan visserligen ses som en investering som görs ur flertalet synpunkter, utöver eventuella framtida hygienkrav. Med en miljöcertifiering följer fler parametrar än den sänkta risken för just höjda myndighetskrav eller hygienkrav, som hållbara material, lägre drift- och underhållskostnader, miljövänlighet och bättre inomhusklimat. Det är ändå viktigt att ha i åtanke att en investering som görs i förebyggande syfte bär med sig risken att kapitalet investerats i onödan eller på fel ställe.

7.7 Diskussion av analys

Beroende på vilket syfte en värdering har värderas fastigheter med olika metoder. Villor värderas ofta med ortsprismetoden medan kommersiella fastigheter normalt värderas med en diskonterad kassaflödesmetod. När det kommer till kommersiella fastigheter är det dock vanligt att data som används är schabloniserad och baseras på läge, typ av fastighet och värdeår. Resultatet blir att värderingen av enskilda fastigheter inte speglar objektets specifika kvaliteter, som materialval, livslängd, status och risker. När värderingen behandlar en portfölj av fastigheter kan de fel som uppstår i varje specifikt fall diversifieras bort, men felet blir desto större för de enskilda fallen.

Det finns många faktorer som kan påverka värdet på en fastighet, men i verkligheten är det främst skillnader i driftnetto som leder till olika värderingar av fastigheter med samma värdeår i samma läge. Värdeåret ses då ofta som den faktor som beskriver fastighetens standard då det speglar storleken på de investeringar som gjorts. Problemet är att storleken på investeringen inte speglar vilken påverkan den har på fastighetens standard och livslängd. För samhällsfastigheter uppstår dessutom problemet att de är nolltaxerade och därmed saknar värdeår. Det är då extra viktigt att undersöka standard för att få ett rättvist resultat.

Analysen visar tydligt att värderingen av enskilda objekt bör skilja sig åt i fler avseenden än driftnettot. Miljöcertifieringar är ett exempel på en faktor som bör leda till skillnader i både driftnettot och i risken. Många menar att den enda justeringen som görs vid värdering av en miljöcertifierad byggnad är justeringen i driftnettot, på grund av lägre kostnader. Trots detta betalas höga priser för miljöcertifierade byggnader och hållbarhetsundersökningar har i princip blivit standard vid förvärv. Marknadens beteende tyder på att fler justeringar måste göras i kalkylen för att kunna räkna hem de höga förvärvspriserna och analysen tyder på att det, förutom justeringen i driftnettot, är justeringen i risken som ger den största påverkan. De kvaliteter som följer av en miljöcertifiering bör sänka risken i flera avseenden. De hållbara materialen behöver mindre underhåll och risken för vakanta lokaler vid högre myndighetskrav sänks. När risken sänks i fastigheten blir effekten på värdet stor och ju lägre risken är desto större effekt ger det.

Eftersom det finns många risksituationer som kan undvikas genom olika typer av kvaliteter hos en fastighet, tyder det på att skillnader mellan objekten bör göras. När en riskjustering görs blir effekten som sagt stor och värdeskillnaderna mellan fastigheterna kommer bli betydligt mycket större än i nuläget. Den riskjusterade värderingen kan i sin tur påverka priset man är villig att betala vid ett förvärv och jämförelser mellan olika fastigheter blir lättare. Dessutom påverkas även projektvinsten vid utvecklingsprojekt eftersom den värdepåverkande effekten av en investering blir större ju fler risksänkande åtgärder som utförs.

Analysen tyder på att det är viktigt att göra en riskanalys för varje enskilt objekt för att få till en rättvisande värdering. Miljöcertifieringar är en viktigt risksänkande

faktor, som även är lätt att ta hänsyn till i ett tidigt skede vid ett förvärv, eftersom det ofta framgår av prospektet. För samhällsfastigheter kan effekten på värdet bli stor om fastigheten är miljöcertifierad då en stor del av hyresgästerna är offentliga aktörer. En följd av regeringens energimål är att offentliga aktörer ska vara förebilder på marknaden och ställa höga krav på sina egenägda lokaler. En naturlig följd torde vara att högre krav även kommer ställas på hyrda lokaler, vilket kan ge en stor påverkan på de bolag som äger samhällsfastigheter. Om avtalen löper ut och fastigheten inte uppfyller ett eventuellt hygienkrav gällande energi och hållbarhet, blir lokalerna tomma.

Även om det finns många faktorer som kan påverka risken är det svårt att mäta storleken på påverkan och prissätta den. Eftersom risk är något som innebär att en händelse kan ske och få konsekvenser är det inte säkert att den händelsen måste ske. Att sätta ett för högt pris på en risk kan då innebära att man underskattar värdet på en fastighet och på samma sätt kan en risksänkande faktor innebära att värdet överskattas. Att då bedöma varje riskfaktor för sig och prissätta den blir orimligt då felmarginalen kan bli stor. Det går däremot att göra en samlad bedömning av fastighetens samtliga kvaliteter och brister för att kunna göra en mindre justering av riskpremien. Om marknaden börjar tänka mer objektspecifikt blir dessutom underlaget för en riskjusterad värdering större och det blir lättare att göra skillnad mellan objekt i större utsträckning än i nuläget.

Vid förvärv är informationen om fastigheten begränsad men riskjusteringar är ändå möjliga utifrån det som går att utläsa om byggnaden, dock i olika stor utsträckning för olika objekt. Justeringen kan då initialt bli relativt liten och större justeringar får göras i ett senare skede. När det kommer till utvecklingsprojekt däremot, är kunskapen om fastigheten stor. Resultatet av utvecklingsprojektet är ofta tydligt, redan i planeringsstadiet, och en riskbedömning bör därför vara relativt enkel. Det bör då vara lättare att göra större sänkningar av risken vid ett utvecklingsprojekt än vid ett förvärv, och därmed bör effekten på värdet bli större.

När en objektspecifik värdering utförs som underlag för att besluta om ett utvecklingsprojekt är det dock viktigt att ta hänsyn till det faktum att det alltid innebär en risk att investera på framtida spekulationer. Risken är att investeringen inte blir tillräcklig när eventuella framtida krav införs och att ytterligare investeringar krävs. De antaganden om risksänkning som görs till följd av en investering, och risken att investeringen inte blir tillräcklig, måste vägas mot varandra för att ett effektivt beslut ska kunna tas.

8 Slutsats

8.1 Fastigheter bör värderas efter dess specifika egenskaper

Eftersom alla fastigheter skiljer sig åt med olika kvaliteter och olika brister är det förundransvärt att schabloniserade tal används för att värdera fastigheter av samma typ i samma läge. Faktorer som standard och risk återspeglas då inte i värderingen och skillnaden mellan fastigheter av olika standard, med olika risker, bli liten. När enskilda objekt ska värderas bör därför större fokus ligga på objektets specifika karaktärsdrag och justeringar bör göras i kalkylen, både i form av skillnader i driftnetto och skillnader i risken. I bild 6.1 illustreras hur driftnettot dividerat med avkastningskravet ger marknadsvärdet. Här syns även att det finns ett flertal parametrar som kan påverka storleken på respektive faktor.

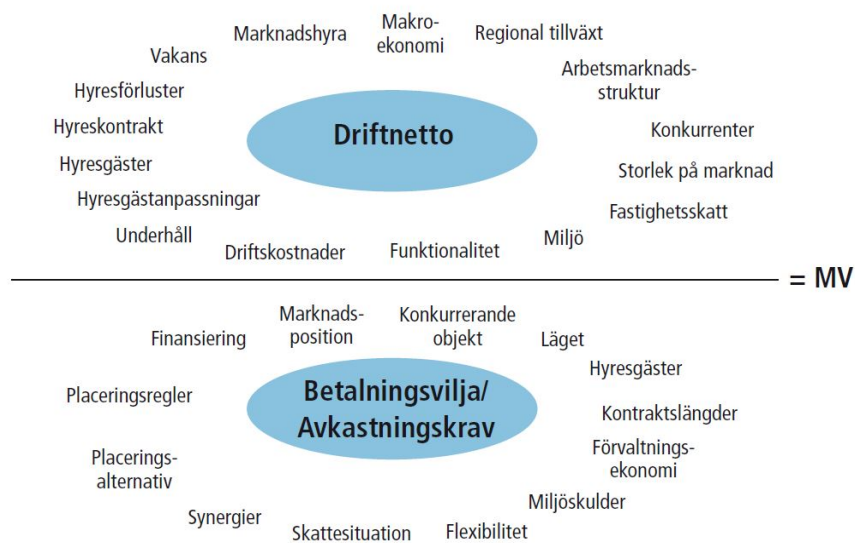


Bild 6.1 från kapitel 6 Tidigare studier.

Många av faktorerna som illustreras i bild 6.1 varierar mellan olika objekt vilket tyder på att generell marknadsdata inte återspeglar objektets faktiska egenskaper.

I samband med förvärvsprocessen sker ett flertal undersökningar för att fånga upp brister som är sämre än vad som hade kunnat förväntas. Dessa brister kan senare bli föremål för prisavdrag, vilket tyder på att den initiala värderingen varit för hög. När en fastighet däremot är bättre än vad som hade kunnat förväntas, görs ingen skillnad i värderingen. Att prisavdrag görs för brister bör däremot tyda på att fastigheter är olika och bör prissättas, och därmed värderas, utefter sina specifika egenskaper.

8.2 Marknadsschabloner kan leda till fel beslut

När marknadsschabloner används vid värderingar återspeglas inte fastighetens specifika egenskaper. Om valet står mellan att förvärva en av två fastigheter, och fastigheterna ligger i samma läge, är av samma typ, byggda samma år och genererar samma driftnetto, kommer även värdet på fastigheterna bli de samma. Om byggnaden på den ena fastigheten är av modulkaraktär och den andra byggnaden är byggd med hållbara material och energisnåla system, görs ingen större justering i kassaflödesanalysen. Risken är då att ett överpris betalas för fastigheten med en byggnad av modulkaraktär eftersom framtida risker inte tagits hänsyn till. På samma sätt kan man gå miste om att köpa den hållbara byggnaden då man, baserat på värderingen, inte är villig att betala ett tillräckligt högt pris. Om hänsyn då hade tagits till att en hållbar byggnad medför lägre risker, hade avkastningskravet kunnat sänkas i värderingen, och värdet hade blivit större. Villigheten att betala ett högre pris skulle då sannolikt öka och chansen att få förvärva fastigheten likaså.

I tabell 7.3 visas hur värderingen skiljer sig mellan två identiska fastigheter med enda skillnaden att den ena har bättre energiprestanda. Skillnaden syns inte enbart på värdet utan även i form av bättre riskskydd vid höjda energipriser. Detta tyder på att skillnader finns mellan fastigheterna och att dessa bör återspeglas i värderingen.

8.3 Objektsspecifik värdering kan gynna miljö- och hållbarhetsinvesteringar

Om objektsspecifika kvaliteter togs hänsyn till i större utsträckning skulle investeringar som leder till lägre risker, ge större utslag på värderingen. Ju lägre risken är i en fastighet, desto lägre avkastningskrav kan sättas och ju lägre avkastningskravet är desto större utslag får en höjning av driftnettot på värdet, se graf 7.1. Ett tecken på att marknaden har börjat tänka i liknande banor är det faktum att priserna på miljöcertifierade byggnader upplevs som högre än normala, liknande fastigheter. Det mesta tyder på att värdeskillnaden till stor del beror på de sänkta riskerna som certifieringen medför. I bild 6.1 till 6.4 illustreras vilka faktorer som kan påverka avkastningskravet och därmed risken hos en fastighet. En viktig risksänkande påverkan som följer av miljöcertifieringar, om fokus ligger på samhällsfastigheter, är risken för framtida hygienkrav/myndighetskrav. Eftersom regeringen lägger stort fokus på att sätta upp stränga mål för energianvändning i byggnader och den miljöpåverkan som får finnas, och dessutom lägger stort ansvar på offentliga aktörer, är risken stor att högre krav ställs på förvaltare av samhällsfastigheter. Det är därför viktigt för aktörer, som äger samhällsfastigheter, att ta hänsyn till den sänkta risken en miljöcertifiering kan ge, eller den höjda risken en icke-certifierad byggnad kan ge.

Förutom att en högre värdering fås genom riskjusteringar, vilket kan gynna investeringar och projektvinsterna, se ekvation 14, kan miljöcertifieringar även leda till lån med bättre villkor. När gröna obligationer används kan finansieringen både bli enklare och billigare, vilket i sin tur leder till att kostnaden på kapital, i

investeringskalkylen, blir lägre. Att pensionsfonder och försäkringsbolag, som ofta väljer investeringar med låg risk, väljer att investera i gröna obligationer, kan ses som ett tecken på att risken är lägre hos miljöcertifierade byggnader än konventionella.

8.4 Miljöcertifieringens kvaliteter påverkar värdet genom riskjusteringar

Det är dock inte bara kvaliteter som följer av en miljöcertifiering som sänker risken, och framförallt krävs det inte en certifiering för att risken ska sänkas. Det är snarare de enskilda kvaliteterna som följer av en certifiering som är risksänkande, och inte själva certifieringen i sig, se tabell 7.4 över kvaliteter och dess påverkan på kassaflödesanalysens parametrar. Dessutom kan en fastighet ha andra kvaliteter, eller bara några av en miljöcertifierad byggnads kvaliteter, för att risken ska kunna sänkas. Om en byggnad har ett effektivt energisystem innebär det att fastigheten lider lägre risk för stor påverkan vid högre energipriser, se simulering i kapitel 7.2. Om avkastningskravet, i kassaflödesanalysen, inte sänks på grund av att fastigheten saknar en miljöcertifiering kommer avkastningskravet inte spegla fastighetens risk. Risken bör bedömas i varje individuellt fall för sig och grunderna för riskjustering kan variera mellan olika objekt, i olika marknadslägen och vid olika tillfällen, eftersom vetenskapen om framtida händelser och risker kan variera.

8.5 Fler beslut borde fattas med objektsspecifik värdering som grund

När beslut om förvärv och utvecklingsprojekt ska tas är det viktigt att ta hänsyn till objektets specifika egenskaper för att kunna ta rätt beslut. Vid förvärv kan informationen i det initiala skedet vara bristfällig och riskjusteringar kan vara svåra att göra, även om resultatet av värderingen skulle kunna bli bättre. Det är en risk att göra bedömningar och justeringar baserat på spekulationer, och i vissa fall kan det då vara bättre att basera värderingen på det som faktiskt är givet. Om marknaden skulle börja värdera mer objektsspecifikt och transparensen vid förvärv skulle bli högre, skulle möjligheten till riskjusteringar dock öka och en effektivare marknad skulle uppstå. För att uppnå en effektiv marknad krävs att beslut tas baserat på korrekt information, och för att det ska kunna gå krävs att transparensen är hög.

I dagsläget, när marknaden ser ut som den gör, och priserna stiger i snabb takt, kan risken för att betala överpris på grund av en felvärdering, diversifieras bort. Priserna kan då stiga över det betalda priset så pass snabbt att någon förlust inte görs. Det som händer är dock att vinsten skulle kunna vara större om överpris hade undvikts.

När utvecklingsprojekt ska bedömas är det extra viktigt att värderingen utförs korrekt eftersom beslut om projekt baseras på den potentiella projektvinsten. Om investeringen leder till ett högre driftnetto leder det till att värdet ökar vilket i sig skulle kunna motivera investeringen. Om kostanden för investeringen är för hög kan projektet nekas trots allt då vinsten blir för liten. Om man inte tar hänsyn till den

eventuella risksänkning som följer med investeringen, finns risken att beslutet fattas på fel grunder. Vinsten kan bli större om risken sänks och ju större risksänkning desto större värdepåverkan ger investeringen, eftersom effekten av sänkta avkastningskrav är exponentiell, se graf 7.2.

En objektspecifik värdering innebär betydande mycket mer arbete än en schabloniserad värdering. När stora portföljer ska värderas, med olika typer av fastigheter, går det inte att motivera en objektspecifik värdering på samtliga objekt. Skillnaden när man värderar portföljer, jämfört med enskilda objekt, är dock att risken och felet kan diversifieras bort. På grund av diversifieringseffekten går det bra att använda sig av marknadsschabloner vid värdering av portföljer och felmarginalen blir liten.

Det är dock viktigt att notera att det inte får finnas någon portföljspecifik risk, eftersom denna inte går att diversifiera bort. Om portföljspecifik risk existerar är det viktigt att ta hänsyn till denna. Om miljöcertifieringar eller energisnåla byggnader blir ett hygienkrav i framtiden, för offentliga hyresgäster, kan det påverka värdet på portföljer med samhällsfastigheter då en del av fastigheterna kan bli obrukbara för offentliga hyresgäster. Om värderingen ändå baseras på marknadsschabloner kommer denna portföljrisk inte återspeglas i värderingen.

8.6 Riskjusteringar baserat på framtida spekulationer kan innebära en risk

När objektspecifika faktorer tas hänsyn till vid en investering är det viktigt att ha i åtanke att den riskjustering som görs baseras på framtida spekulationer. Eftersom valmöjligheten finns att avvakta innebär ett beslut att investera ett risktagande i sig. Den risk som tas är att investeringen inte räcker till när ett framtida riskfyllt scenario infaller. Att sänka risken för miljöcertifierade byggnader baserat på ett eventuellt framtida hygienkrav rörande certifiering av lokaler innebär två typer av risker. Den ena risken är att hygienkravet aldrig infaller och att en del av det investerade kapitalet hade kunnat användas för andra ändamål. Den andra typen av risk är att en certifiering inte är tillräcklig. Det krävs därför att undersökningar av marknadsläget och nuvarande situation utförs för att en riktig bedömning av de framtida riskerna ska kunna göras.

8.7 Storleken på riskjusteringen kan vara svår att avgöra

Det största problemet vid riskjusteringar i de specifika fallen är att bedöma storleken på riskjusteringen. När risken sänks på redan låga avkastningskrav fås en större effekt än då avkastningskravet är högt. Ju lägre avkastningskrav som används desto större vikt bör läggas på bedömningen av risken. Det går dock att konstatera att någon form av riskjustering redan sker på marknaden, vid köp av miljöcertifierade byggnader, eftersom priset på marknaden blir högre. Hur stor justering som görs är svårt att avgöra utan tillräckligt med data, vilket tidigare varit svårt att få tag på, främst på

grund av bristande underlag. I dagsläget har dock ett flertal försäljningar skett och det faktum att flertalet byggbolag väljer att bygga certifierade byggnader trots de högre kostnaderna tyder på att investeringen måste gå att motivera, troligtvis med ett högre värde. Med andra ord finns det kvaliteter som marknaden är villig att betala för och som därmed bör påverka värderingen.

8.8 Vidare studier

Vidare studier skulle kunna göras på storleken av olika kvaliteters riskpåverkan samt risken av att spekulera om framtiden. Undersökningar skulle även kunna göras gällande gröna obligationers påverkan på miljöcertifierade byggnaders värden samt om det finns ett mervärde i själva certifieringen.

I arbetet studeras de positiva effekterna av hållbarhet och kvalitet kopplat till miljöcertifierade byggnader. Ett förslag till vidare studier är att kolla på eventuella negativa effekter.

I samband med studierna av de negativa effekterna, alternativt i ett fristående arbete, föreslår jag att effekterna av exempelvis sjunkande energipriser kan undersökas. Undersökningen kan då fokusera på lönsamhetseffekterna för en investering. I arbetet menar jag att risken sjunker om ett energieffektivt system sätts in, antagandet gäller om priserna förväntas stiga. Vad händer om priserna förväntas sjunka?

Transparens är nödvändigt för att en effektiv marknad ska uppnås. Studier skulle kunna göras gällande effekterna av en ökad transparens samt vad som skulle krävas för att uppnå en högre transparens vid förvärv.

Referenser

Litteratur

Bonde, M. et al. (2009). *Hur värderas energieffektiva och miljöanpassade kommersiella fastigheter?* Uppsats nr 50. Kungliga Tekniska Högskolan. Institutionen för Fastigheter och Byggande. Stockholm, Sverige.

Fager, T., Felixson, D. (2000). *Riskhantering I Fastighetsbolag*. Examensarbete KTH, Stockholm, Sverige.

Fastighetsnomenklatur (2008). *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*. Fastighetsnytt. 10 uppl. Stockholm, Sverige.

Fastighetsnomenklatur (2011). *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*. Fastighetsnytt. 11 uppl. Stockholm, Sverige.

Geltner D., Miller, N. (2007). *Commercial real estate. Analysis and investment* (2 uppl.). Ohio: Mason.

Hui, C.-m. E., et al., 2013. *Investor sentiment and risk appetite of real estate security market*. Department of Building and Real Estate, The Hong Kong Polytechnic University, Hong Kong.

Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2001). *Fastighetsvärdering. Grundläggande teori*. Gävle, Sverige.

Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008). *Fastighetsvärdering. Grundläggande teori*. 2 uppl. Gävle, Sverige.

Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2013). *Fastighetsvärdering. Grundläggande teori och praktisk värdering*. 3 uppl. Gävle, Sverige.

Liwen, C. et al. (2011). *Factor-Cluster Analysis of Financial Risk Evaluation of Real Estate Listed Enterprise*. School of management, Tianjin, China.

Lorentz, D., Lützkendorf, T. (2008). *Sustainability in property valuation: theory and practice*. Journal of Property Investment & Finance, Vol. 26 No 6 s. 482-521

Rådet för byggkvalitet (2008). *Fastighetens värde varar väl*. Arena värdering och risk, drivkrafter för kvalitet, Göteborg, Sverige.

Internet

Berner, Å (2014). *Snabbkurs: så funkar gröna obligationer*. Finansliv. Tillgänglig: <http://www.finansliv.se/artikel/snabbkurs-sa-funkar-grona-obligationer/> (2016-03-16)

BoRevision (2006). *Värdeår och fastighetstaxering*. BoRevision informerar nr 5 2006 (Elektronisk). Tillgänglig: http://www.borevision.se/nyhetsbrev/artiklar/5_11.html (2016-02-27)

Boverket (2014). *Miljöpåverkan från bygg- och fastighetsbranschen 2014*. Boverker rapport 2014:23 (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.boverket.se/globalassets/publikationer/dokument/2014/miljopaverkan--bygg-och-fastighetsbranschen-2014.pdf> (2016-03-16)

Brown, N et al (2014). *Miljöcertifiering och mervärden – vad säger svenska lokalfastighetsägare?* Kungliga tekniska högskolan (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:769479/FULLTEXT01.pdf> (2016-03-16)

Brundin, K (2015). *Hur fungerar gröna obligationer?* Söderberg & Partners. Tillgänglig: <http://newsroom.soderbergpartners.se/kajsa/hur-fungerar-grona-obligationer/> (2016-03-16)

Cambridge Dictionaries (2016). *Hygiene Factor*. Cambridge University Press (Elektronisk). Tillgänglig: <http://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/hygiene-factor> (2016-01-13)

C-G Hanberg (2014). *Miljöcertifiering ökar byggnadens värde*. Byggnyheter (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.byggnyheter.se/2014/01/milj-certifiering-kar-byggnadens-v-rde> (2016-02-19)

Dagens industri (2015). *Växande efterfrågan på gröna obligationer*. Tillgänglig: <http://www.di.se/sponsrad/swedbank/2015/12/3/vaxande-efterfragan-pa-grona-obligationer/> (2016-03-16)

Ekberg, E (2012). *NAI Svefa: Lätt att sälja samhällsfastigheter*. Fastighetsverige (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.forbes.com/sites/investopedia/2011/01/12/efficient-market-hypothesis-is-the-stock-market-efficient/#cecd1ab7b90757855fc27b90> (2016-01-13)

EU-upplysningen (2015). *Klimatmål för att stoppa global uppvärmning*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.eu-upplysningen.se/Om-EU/Vad-EU-gor/Miljopolitik-i-EU/Klimatmal-for-att-stoppa-global-uppvarmning/> (2016-02-19)

Fastighetsvärlden (2014). *Så här lyder nya definitionen av samhällsfastigheter*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.fastighetsvarlden.se/notiser/sa-har-lyder-nya-definitionen-av-samhallsfastigheter/> (2015-11-05)

Fuerst, F., McAllister, P (2011). *Green Noise or Green Value? Measuring the effects of environmental certification on office values*. Real Estate Economics (Elektronisk) Tillgänglig:

http://immobilierdurable.eu/images/2128_uploads/Fuerst_article_autoris_.pdf (2016-03-16)

Gustafsson, G (2011). *Varför är det viktigt med transparens?* Fastighetsvärlden. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.fastighetsvarlden.se/insyn/kronikor/varfor-ar-det-viktigt-med-transparens/> (2016-01-13)

Jernelius, S (2011). *Kan grönt bli guld? En studie av miljöcertifieringars värde och utveckling i den svenska fastighetsbranschen*. Examensarbete, Kungliga tekniska högskolan (Elektronisk) Tillgänglig:

<http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:464066/FULLTEXT01.pdf> (2016-03-16)

Johansson Björdin, D., Yakhyeva, N (2012). *Varför miljöcertifiera byggnader?* Kandidatarbete inom Byggt teknik och Ekonomi, KTH (Elektronisk) Tillgänglig:

<http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:555371/FULLTEXT01.pdf> (2016-03-16)

Lindbäck, C (2015). *Miljöcertifiering av byggnader och anläggningar*. NCC (Elektronisk) Tillgänglig:

<http://www.ncc.se/hallbarhet/vart-miljoarbete/miljocertifieringar/> (2016-03-16)

Martina Strand Nyhlin (2016). *Certifierade hus är mer värda*. Byggingustrin (Elektronisk). Tillgänglig:

<http://byggindustrin.se/artikel/f%C3%B6rdjupning/certifierade-hus-%C3%A4r-mer-v%C3%A4rda-22588#> (2016-02-20)

Nordlund, B., Lundström, S. (2012). *Vad är innebörden av driftnetto och direktavkastning?* Fastighetsnytt (Elektronisk). Tillgänglig:

<http://fastighetsnytt.se/2011/04/driftnetto-och-direktavkastning/> (2016-01-10)

Regeringen (2015). *Mål för energieffektivisering*. Tillgänglig:

<http://www.regeringen.se/regeringens-politik/energi/energieffektivisering/mal-for-energieffektivisering/> (2016-02-19)

Riksbanken (2012). *Inflationsmålet*. Tillgänglig:

<http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Inflation/Inflationsmalet/> (2016-01-13)

Skatteverket (2015). *Fastigheter och Bostad*. Tillgänglig:

<http://www.skatteverket.se/privat/fastigheterbostad.4.18e1b10334ebe8bc80003922.htm> (2015-11-05)

Sweden Green Building Council (2016). *BREEAM SE*. Tillgänglig:
<https://www.sgbc.se/var-verksamhet/breeam> (2016-03-16)

Van Bergen, J. (2011). *Efficient Market Hypothesis: Is The Stock Market Efficient?* (Elektronisk) Tillgänglig:
<http://www.forbes.com/sites/investopedia/2011/01/12/efficient-market-hypothesis-is-the-stock-market-efficient/#cecd1ab7b90757855fc27b90> (2016-01-13)

Övrigt

Anna Alsborger, Hemsö, Telefonintervju 2016-02-15.

Hemsö, Interndokument, 2016-02-01, *Sekretessbelagt*.

Håkan Nilsson, WSP Group, Telefonintervju 2016-02-29.

Moa Chley Tegnelund, Hemsö, Telefonintervju 2016-01-08.