

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

- En problematik för värderare och banker

Jakob Sonesson
Jesper Mattsson

Copyright © Jakob Sonesson och Jesper Mattsson, 2023

Båda författarna har gemensamt bidragit till hela examensarbetet.

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

ISRN LUTVDG/TVLM 23/5532SE
Tryckort: Lund

Fastighetsvärdering i en tunn marknad – En problematik för värderare och banker

Property valuation in a thin market – A problem for valuers and banks

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Jakob Sonesson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet
Jesper Mattsson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Handledare/Supervisor:

Ingemar Bengtsson, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Examinator/Examiner:

Fredrik Gallo, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Opponent/Opponent:

Anton Larsson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Nyckelord:

Fastighetsvärdering, fastighetsmarknaden, kommersiella fastigheter, transaktioner, tunn marknad, finansiering, långivning, redovisning.

Keywords:

Property valuation, real estate market, commercial real estate, transactions, thin market, financing, lending, accounting.

Abstract

The transaction volumes for properties in Sweden decreased by 42% in 2022, which has created a shortage of reference objects for property valuations. Increased interest rate and inflation have created uncertainty in the market and can lead to significant consequences for lenders and real estate companies, as well as financial stability. The purpose of this thesis is to address the issues with property valuations in a thin market and its impact on the real estate market and bank lending. Furthermore, the thesis aims to investigate whether the problem can be improved through any regulation.

Both qualitative and quantitative methods were used in the study, with interviews with external property valuers and bank employees in the real estate sector forming the basis for the qualitative method. An analysis of listed real estate companies' underlying property values, net asset values, and stock prices formed the basis for the quantitative method.

During the years 2020 and 2021, the underlying property values for all studied real estate companies increased, leading to an increased net asset premium. However, in 2022, stock prices fell sharply, and almost all companies traded at a net asset discount, even though property values for most companies did not decline. This indicates that property values should have been written down more, implicating an expected decline in property values soon.

In a thin market, a more careful analysis of the few transactions that take place is required, with usage of a broader geographical overview and monitoring of other segments. Macroeconomic events can provide indications of the real estate market's future, but valuations should not be based solely on them. More established valuation firms often have an information advantage, and a broad network of contacts is important for obtaining accurate information.

Banks always perform their own valuation and do not completely rely on the valuations they receive. Bank valuations are subject to stricter regulations, and a critical review of a property valuation is important in financing. One tool they use is debt service coverage ratio to ensure the property owner's repayment capacity. In a thin market, a more thorough analysis of the basic data is done, and a higher requirement are placed on the information underlying the valuation.

Stock prices for real estate companies can provide an indication of market values, but there are other factors that affect the underlying property values. Banks handle the problem by conducting more thorough risk analyses during a thin market. External valuers usually use a disclaimer about uncertainty in their valuations rather than uncertainty intervals. Property owners have accepted lower values during this time, but some valuers have lost assignments due to maintaining lower values. Smaller, less established companies may tend to raise their valuations to attract more clients.

Banks want to introduce higher sustainability requirements in valuations and many of the respondents want to reduce the interpretive options in regulations. There is a desire

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

for external valuers to be scrutinized more rigorously and for banks to be the buyers of valuations to avoid conflicts of interest. There is potential for improvement in regulations surrounding valuations in accounting and annual reports, and there is a desire for increased transparency. Respondents are negative about a new value concept but suggest that “mortgage lending value” can be used as a complement to market value to facilitate financing for banks.

Sammanfattning

Transaktionsvolymerna för fastigheter i Sverige minskade med 42% under 2022, vilket har skapat en brist på referensobjekt för fastighetsvärderingar. Ränthöjningar och ökad inflation har skapat osäkerhet på marknaden och kan leda till stora konsekvenser för långivare och fastighetsföretag, samt den finansiella stabiliteten. Syftet med examensarbetet är att behandla problematiken vid fastighetsvärderingar i en tunn marknad och dess påverkan på fastighetsmarknaden samt bankernas långivning. Vidare syftar arbetet att undersöka om problematiken kan förbättras genom någon reglering.

Både kvalitativa och kvantitativa metoder användes i arbetet där intervjuer med externa fastighetsvärderare och banktjänstemän inom fastighetssektorn låg till grund för den kvalitativa metoden. En analys av börsnoterade fastighetsbolags underliggande fastighetsvärden, substansvärden och börskurser låg till grund för den kvantitativa metoden.

Under åren 2020 och 2021 ökade de underliggande fastighetsvärdena för samtliga studerade fastighetsbolag, vilket ledde till en ökad substanspremie. Under år 2022 sjönk börskurserna däremot kraftigt och nästan alla bolag handlades till en substansrabatt, trots att fastighetsvärdena för de flesta bolag inte sjönk. Detta indikerar att fastighetsvärdena bör ha skrivits ned mer och signalerar en förväntad nedgång i fastighetsvärden inom den närmaste tiden.

Vid en tunn marknad krävs en mer noggrann analys av de få transaktioner som genomförs, där en bredare geografisk överblick och en bevakning av andra segment används. Makroekonomiska händelser kan ge indikation på fastighetsmarknadens framtid, men värderingar bör inte baseras enbart på dem. Mer etablerade värderingsfirmor har ofta ett informationsövertag och ett brett kontaktnät är viktigt för att få korrekt information.

Bankerna utför alltid en egen värdering och förlitar sig inte endast på de värderingar de får in. Bankernas värderingar omfattas av ett hårdare regelverk och en kritisk granskning av en fastighetsvärdering är viktig vid finansiering. Ett verktyg som de använder sig av är räntetäckningstålighet för att säkerställa fastighetsägarens återbetalningskraft. Vid en tunnare marknad görs en noggrannare analys av underlaget och högre krav ställs på informationen som ligger till grund för värderingen.

Börskurser för fastighetsbolag kan ge en indikation på värdena på marknaden, men det är fler faktorer som påverkar de underliggande fastighetsvärdena. Bankerna hanterar problemet genom att utföra noggrannare riskanalyser under en tunn marknad. Externa värderare använder oftast en friskrivningsklausul om osäkerhet i sina värderingar i stället för osäkerhetsintervall. Fastighetsägare har under denna tid accepterat lägre värden, men vissa värderare har förlorat uppdrag för att de stått fast vid lägre värden. Mindre etablerade aktörer kan ha en tendens att höja sina värderingar för att få fler kunder.

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Bankerna vill införa högre krav på hållbarhet i värderingar och flertalet respondenter vill minska tolkningsutrymmet i regelverket. En önskan finns om att de externa värderarna ska granskas hårdare och att bankerna ska vara beställare av värderingarna för att undvika partsförhållanden. Förbättringspotential finns i regelverk kring redovisning och bokslutsvärderingar, och det finns önskemål om ökad transparens. Respondenterna är negativa till ett nytt värdebegrepp men föreslår att "mortgage lending value" kan användas som ett komplement till marknadsvärdet för att underlätta för bankerna vid finansiering.

Förord

Efter fem års studier vid LTH avslutar detta arbete vår tid som civilingenjörstudenter och vi kliver härmed ut i arbetslivet.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Ingemar Bengtsson på institutionen, för att ha varit ett stabilt bollplank under arbetets gång. Vi vill också tacka alla respondenter som velat delta i intervjuerna. Utan deras insikter och information skulle det ha varit svårt att uppnå samma förståelse och djup i vår analys.

Lund, maj 2023.

Innehållsförteckning

1 Inledning	17
1.1 Problemformulering.....	17
1.2 Syfte.....	18
1.3 Avgränsning.....	18
1.4 Frågeställningar och metod	18
2 Bakgrund.....	19
2.1 Fastighetsmarknaden	19
2.2 Aktiemarknaden.....	19
2.3 Transaktioner	20
2.3.1 Lagfaret köp	20
2.3.2 Försäljning av fastigheter i bolagsform.....	20
2.4 Redovisning av fastighetsvärden	21
2.4.1 IFRS 13 – Fair Value Measurement.....	22
2.4.2 IVS	22
2.5 Index	22
2.5.1 Fastighetsbolagsindex	22
2.5.2 OMX Stockholm Real Estate GI.....	22
2.6 Auktorisation	23
2.6.1 Samhällsbyggarna	23
2.6.2 RICS.....	23
2.7 Bankers standarder	23
2.8 Finanskris år 1990 och 2008.....	24
3 Teori.....	25
3.1 Grundläggande pristeori	25
3.1.1 Utbud.....	25
3.1.2 Efterfrågan.....	25
3.2 Kommersiella fastigheter.....	25
3.3 Värdebegrepp.....	26
3.3.1 Bokfört värde	26
3.3.2 Skattemässigt värde.....	26
3.3.3 Verkligt värde.....	26
3.3.4 Substansvärde.....	26
3.3.5 Marknadsvärde	27
3.3.6 Mortgage Lending Value	27

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

3.3.7 Individuellt avkastningsvärde	27
3.4 Belåning av kommersiella fastigheter	27
3.4.1 Risker vid värdering i belåningssyfte.....	28
3.5 Marknadsanalyser	28
3.5.1 Ortsanalyser.....	29
3.5.2 Fastighetsmarknadsanalys.....	29
3.6 Värderingsmetoder	29
3.6.1 Ortsprismetoder.....	30
3.6.2 Avkastningsmetoder.....	30
3.6.3 Produktionskostnadsmetod	30
4 Undersökningar	32
4.1 Avgränsning och urval.....	32
4.2 Kvantitativ undersökning	32
4.3 Kvalitativ undersökning	32
4.3.1 Intervjuer med värderare	33
4.3.2 Intervjuer med banker	33
5 Resultat	34
5.1 Kvantitativt resultat	34
5.2 Kvalitativt resultat	38
5.2.1 Intervju med värderare	38
5.2.2 Intervju med banker	41
6 Analys	45
6.1 Utveckling av fastighetsvärden och substansvärden	45
6.2 Värdering i tunn marknad.....	46
6.2.1 Värderingsmetoder.....	46
6.2.2 Informationsutbyte mellan värderingsfirmor	46
6.2.3 Värdering för belåning	46
6.2.4 Värderingens utformning	47
6.2.5 Makroekonomins påverkan.....	47
6.2.6 Användandet av marknadsvärde	48
6.2.7 Informationsinsamling	48
6.2.8 Rådande osäkerhet på marknaden.....	49
6.3 Värdesänkningar utan styrkande köp	49
6.3.1 Börskurser	49
6.3.2 Riskanalys	50

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

6.3.3 Förlorade uppdrag	50
6.4 Förbättringspotential kring värderarnas regelverk	50
6.4.1 Det svenska regelverket	50
6.4.2 Beställning av värdering	51
6.4.3 Redovisning och bokslutsvärderingar	51
6.4.4 Hållbarhet	51
6.4.5 Långsiktigt marknadsvärde	52
7 Slutsats	53
7.1 Avslutande reflektioner	56
Källförteckning	57
Bilagor.....	66
Bilaga 1	66
Bilaga 2.....	68
Bilaga 3.....	70

1 Inledning

1.1 Problemformulering

Under 2022 minskade transaktionsvolymerna för fastigheter i Sverige med 150 miljarder SEK, jämfört med året innan (Colliers, 2023). Detta innebär en minskning med 42%, där de noterade fastighetsbolagen har skiftat fokus från köpsidan till säljsidan.

Problematiken kring att fastighetsvärderingar förlitar sig på genomförda transaktioner har funnits sedan länge, men aktualiseras idag av rådande läge på fastighetsmarknaden. I takt med att räntorna stiger som en reaktion på den ökade inflationen, skapas ett vakuum i marknaden där köpare och säljare inte möts på samma värderingsnivåer. Denna avsaknad av genomförda transaktioner skapar en brist på referensobjekt för fastighetsvärderare att luta sig emot. Den osäkerhet som följer av detta gör att fastighetsvärderingarna kan skilja sig mycket åt, vilket ger upphov till en problematik vid transaktioner, men även för banker som ska använda värderingarna som underlag vid beviljande av lån.

Efter år med låga räntor, låg inflation och en hög skuldsättning har en osäkerhet vuxit över hur marknadens aktörer ska kunna hantera denna snabba uppgång i räntor och inflation. Denna osäkerhet gäller även för det svenska finansiella systemet, med bankers exponering mot högt skuldsatta kommersiella fastighetsbolag. Vid utlåning för kommersiella fastigheter finns det mycket kapital i grunden, där den kommersiella fastighetssektorn är viktig för den finansiella stabiliteten i Sverige (Finansinspektionen, 2021). Sveriges Riksbank (2022) har påpekat under längre tid att stabilitetsrisker finns förknippade med den kommersiella fastighetsmarknaden.

Sveriges Riksbank (2022) poängterar att fastighetsföretagen har blivit mer räntekänsliga på grund av den höga skuldsättningen. I rapporten nämns att högre finansieringskostnader och en sämre tillgång till marknadsfinansiering i samband med en svagare konjunktur och lägre hyresintäkter kan leda till större fall i fastighetspriser. Detta är något som kan skapa stora konsekvenser för långivare och fastighetsföretag och i slutändan den finansiella stabiliteten. Ett högre ränteläge medför att en fastighetsinvestor kräver högre avkastningskrav, som i sin tur medför ett lägre fastighetsvärde. Då fastighetsföretag ska redovisa sina fastigheter i balansräkningen till det rådande marknadsvärdet, så ligger en viss problematik i att dessa baseras på ett tunt underlag och påverkar det redovisade värdet (ibid.). Även aktiemarknaden har under 2022 prisat in en nedgång i fastighetsvärden, om än mer drastiskt än vad värderingarna indikerar.

1.2 Syfte

Detta examensarbete syftar till att belysa den problematik som finns vid fastighetsvärderingar i en tunn marknad samt hur denna problematik påverkar fastighetsmarknaden och bankernas långivning. Vidare syftar arbetet till att utreda om problematiken kan förbättras genom någon form av reglering.

1.3 Avgränsning

Examensarbetet har valts att avgränsas till att endast omfatta den svenska kommersiella fastighetsmarknaden.

1.4 Frågeställningar och metod

Examensarbetet kommer att genomföras med en kvalitativ metod och en kvantitativ metod. Intervjuer med externa fastighetsvärderare och banktjänstemän inom fastighetssektorn kommer att ligga till grund för den kvalitativa metoden, medan den kvantitativa metoden kommer utgöras av en analys utav börsnoterade fastighetsbolags underliggande fastighetsvärden, substansvärden och börskurser. Vidare analyseras substansrabatten/-premien för dessa fastighetsbolag.

För den kvantitativa studien avgränsas antalet fastighetsbolag av två kriterier, dels ska bolagen vara listade på Nasdaq OMX Stockholm (Stockholmsbörsens huvudlista), dels ska de publicera substansvärden kvartalsvis. Studien av årsredovisningar avgränsas till åren 2020–2022, där bolagen måste ha redovisat substansvärden under samma period. Den kvalitativa studien avgränsas till externa fastighetsvärderare och banktjänstemän inom den svenska fastighetssektorn.

För att uppfylla syftet med examensarbetet har följande frågeställningar formulerats:

1. *Hur har substansrabatten/-premien förändrats för fastighetsbolagen under de senaste tre åren? Värderas fastigheter annorlunda i balansräkningen efter en tid med osäkerhet på marknaden?*
2. *Hur utför värderare inom fastighetsbranschen sina värderingar vid tunnare marknader med färre transaktioner och sämre tillgång till information?*
3. *Hur utgår banktjänstemän från värderingsunderlaget vid tunnare marknader och granskas fastighetsvärderingarna noggrannare under en sådan tid hos kreditgivarna?*
4. *Hur hanteras problematiken när det finns anledning att tro att värdena gått ner, utan köp som styrker detta? Tas någon hänsyn till börskurser i detta fall?*
5. *Finns det något i regelverket kring fastighetsvärderingar som skulle kunna förbättra branschen?*

2 Bakgrund

I detta kapitel presenteras den bakgrund som ligger till grund för examensarbetet. Här beskrivs fastighetsmarknaden och aktiemarknaden samt bakgrund kring transaktioner, redovisning av fastighetsvärden och centrala begrepp för arbetet. Vidare beskrivs index, värderingsstandarder och tidigare kriser som har haft betydelse för fastighetsmarknaden.

2.1 Fastighetsmarknaden

Det finns idag ett stort antal företag och institutioner som använder och förlitar sig på fastighetsvärderingar. Fastighetsvärderingar bygger till stor del på analyser av referensobjekt och transaktioner med liknande objekt. En fastighetstransaktion anses vara en relativt komplicerad affär, men fastigheter anses ändå vara tillgångar som är enkla att belåna (SOU 2017:27). I de fall belåningsgraden inte redan är hög kan det enskilda fastighetsbolaget ha fastigheter som en underliggande säkerhet vid behov av mer lån.

Fastighetsmarknaden har flera olika särdrag, där exempelvis varje objekt är unikt, med lång varighet och är lägesbestämt (Lind, Persson och Gustafsson 2021). Ett fastighetsförvärv är oftast lånefinansierat, vilket betyder att prisnivåer och marknadsaktiviteter påverkas av låneformer och lånevillkor. Vid en jämförelse med aktiemarknadens precisa och sekundsnabba marknadsinformation är fastighetsmarknadens sena och bristfälliga information något som skapar osäkerhet och ett behov av rådgivning. Persson (2015) beskriver särdragen för fastighetsmarknaden som en ”sällanköpsmarknad” bestående av ”begagnade varor” och syftar till fastigheter med byggnadsbestånd i varierad ålder. Ett annat särdrag är att marknadsinformationen är karaktäriserad av ofullständighet och med en betydande tidsfördröjning.

Lind och Persson (2015) skriver om ”myten om det obefintliga orsprismaterialet”, där de menar att det ofta cirkulerar kommentarer om att jämförelseobjekt saknas. Det finns alltid jämförelseobjekt, men det krävs en större eller mindre acceptans av skillnader mellan referensobjekten och värderingsobjektet. Gränserna för detta är inte givna, där erfarenhet och omdöme sägs avgöra vad som är ett lämpligt referensobjekt. För att göra en så bra värdebedömning som möjligt är det viktigt med normeringar, att tolka materialet klokt samt att vidga gränserna, helst med flera ansatser.

En fastighetsvärdering mynnar ut i ett utlåtande gällande fastighetens bedömda marknadsvärde där detta utlåtande sedan kan ligga till grund för lånebeslut, transaktioner och beräkning av finansiella nyckeltal (Bellman & Öhman 2012).

2.2 Aktiemarknaden

Aktiemarknaden är en handelsplats där aktier byter ägare genom köp och försäljning (Nordnet 2023). Handeln på aktiemarknaden sker med värdepapper, däribland mestadels aktier. Aktiemarknaden fungerar som en traditionell auktion, där aktien läggs ut till försäljning och budas på av olika aktörer. Priset på en aktie drivs således av utbud

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

och efterfrågan, vilket beskrivs i avsnitt 3.1. Aktiernas kurser påverkas utav olika typer av information, så väl makroekonomiska som företagsspecifika nyheter (Nordnet 2023). Exempel på denna information är politiska val, oroligheter, krig, förändrad styrränta och inflation samt finansiella rapporter och nyheter kring bolaget.

En aktiemarknad kallas också för en börs, där vi i Sverige har två företag som driver börser (Nordnet 2023). För att driva börs krävs tillstånd och företagen är reglerade under Finansinspektionen, som ställer stora krav på företagen gällande exempelvis övervakning och information. De två företag som driver börser i Sverige är Nasdaq OMX Nordic (Stockholmsbörsen) och NGM (Nordic Growth Market). I dagsläget kan ett bolags aktier handlas på flera marknadsplatser samtidigt. De aktier som bjuds ut på de öppna marknadsplatserna kallas för publika aktiebolag och är således börsnoterade. Ett onoterat bolag kan också sälja sina aktier, men dessa försäljningar sker då utanför börserna och de företag som är onoterade har inte lika höga kravställningar på information.

Lind och Nordlund (2021a) beskriver att då få fastighetstransaktioner går igenom och det råder osäkerhet på fastighetsmarknaden är det även rationellt att söka efter information från andra källor med ett bredare perspektiv. De menar att en rimlig möjlighet är att se över utvecklingen för fastighetsbolagen på börserna. Det går inte att dra några enkla och direkta slutsatser då bolagets aktievärde påverkas av en mängd olika faktorer. Lind och Nordlund (ibid.) menar ändå att i brist på annan information kan börskurserna ge en vägledning i vilken riktning som värdena ändras.

2.3 Transaktioner

Det finns fyra olika sätt att förvärva en fastighet; lagfaret köp, bolagsköp, fastighetsreglering och klyvning. De mest förekommande vid kommersiella fastigheter är lagfaret köp och bolagsköp.

2.3.1 Lagfaret köp

Ett lagfaret köp är närmast det som i dagligt tal kallas för ”köp” (Bengtsson 2018). Regler kring dessa köp återfinns i Jordabalken med preciserade krav. Lagfart ansöks efter fastighetsförvärvet till inskrivningsmyndigheten. Lagfarten registreras därefter i fastighetsregistret med offentlig information om bland annat köpeskilling och ägarna.

2.3.2 Försäljning av fastigheter i bolagsform

Fastighetsvärdering idag har stora problem på grund av dålig tillgång till pålitlig information och data. En stor anledning till detta är att kommersiella fastigheter till stor del säljs i bolagsform (Lind & Nordlund 2021a). Detta sker genom att den berörda fastigheten överförs till ett nyskapat bolag, som därefter säljs med fastigheten som enda tillgång. Problematiken med användningen av bolagsförvärv är att det inte resulterar i en officiell prisnotering i jämförelse med lagfartsköp som noteras i fastighetsregistret (Bengtsson 2018). Enligt SOU 2017:27 antas det vara de skattemässiga fördelar som uppstår vid bolagsförvärv som är det huvudsakliga skälet till denna transaktionsform. I utredningen framkom det att 93 procent av omsättningen gällande alla transaktioner av

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

kommersiella fastigheter skedde genom försäljningar i bolagsform år 2015. Lind, Persson och Gustafsson (2021) belyser detta med uppdaterade siffror från 2020, som visar att omsättningen av kommersiella fastigheter i bolagsform överstiger 90 procent av alla överlåtelser.

De skatteeffekter som leder till lägre skatt vid paketering av fastigheter, är en tillämpning av reglerna för underprisöverlåtelser samt skattefriheten gällande näringsbetingade andelar (SOU 2017:27). Dessa underprisöverlåtelser ger möjligheter till omstrukturering inom en koncern utan att inkomstbeskattas. De regler som finns om skattefria kapitalvinster vid avyttring gällande näringsbetingade andelar, betyder att andelar och aktier i noterade företag kan säljas utan kapitalvinstbeskattning. Detta gäller dock bara om aktierna är kapitaltillgångar (ibid.).

En nackdel med paketering av fastigheter är informationsbristen och brist på transparens. Vid bolagstransaktioner finns inget krav på att köpeskillingarna offentliggörs, vilket gör det svårare att hitta information kring jämförelseobjekt och därmed har försvårat ortsprisvärderingarna (SOU 2017:27). Det beskrivs dock att större aktörer inte påverkas avsevärt av detta då de kan få tillgång till information genom ett större nätverk.

2.4 Redovisning av fastighetsvärden

I de svenska företag som omfattas av redovisningsreglerna är det vanligt att fastigheter i balansräkningen redovisas till det pris de köptes för, med avdrag för eventuell värdeminskning (Nordlund 2021). I vissa situationer kan fastigheternas verkliga värde eller marknadsvärde också redovisas. Företagens årsredovisningar måste följa god redovisningssed samtidigt som redovisningen ska ge en rättvisande bild av företagets ekonomiska ställning och resultat enligt Årsredovisningslag (1995:1554). God redovisningssed tolkas i huvudsak genom regler som kompletterar lagen, och dessa regler ges normalt av Bokföringsnämnden (BFN) i Sverige. BFN:s regler gäller för olika kategorier av företag och är till för noterade bolag. Regelverken från BFN är kategoriserade enligt följande:

- K1 – Förenklat årsbokslut för enskilda firmor
- K2 – Regelverk för mindre företag
- K3 – Års- och koncernredovisning
- K4 – Företag som ska följa internationell redovisningsstandard

Bland dessa regelverk är K3 ett krav för större företag. Vidare är reglerna för de noterade bolagen hårdare när det kommer till redovisning, eftersom de i sin tur även måste följa internationella redovisningsstandarder enligt EU (Nordlund 2021). För dessa bolag gäller det att företagen ska upprätta sin koncernredovisning i enlighet med IAS (International Accounting Standards) och IFRS (International Financial Reporting Standards) som är antagna av EU-kommissionen, vilket följer av Europaparlamentets och Europarådets förordning (EG) nr 1606/2002. De noterade bolagen har även svenska regelverk att följa, som upprättas av Rådet för finansiell rapportering (RFR) och

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

hänvisar till IFRS genom tillämpning, undantag och tilläggsbestämmelser specifikt för svenska företag. Dessa regelverk är:

RFR 1 – Kompletterande redovisningsregler för koncerner

RFR 2 – Redovisning för juridiska personer

2.4.1 IFRS 13 – Fair Value Measurement

IFRS (2022) är en intresseorganisation som etablerats för att skapa redovisnings- och hållbarhetsstandarder som är globala, högkvalitativa och förståeliga. Dessa standarder är framtagna gemensamt av två styrelser, International Accounting Standards Board (IASB) och International Sustainability Standards Board (ISSB). Målet med dessa standarder är att skapa en effektivitet, pålitlighet och transparens i den finansiella marknaden (ibid.). IFRS 13 (2022) togs fram i maj 2011 av IASB och definierar termen verkligt värde. Verkligt värde är viktigt vid redovisning av fastighetsvärden och förklaras mer i avsnitt 3.3.3. IFRS 13 ersatte tidigare standarder i International Accounting Standards (IAS).

2.4.2 IVS

International Valuation Standards Council (IVSC) (2022a) är precis som IFRS en icke-vinstdrivande intresseorganisation, med fokus att skapa pålitlighet och transparens. Organisationen har tagit fram International Valuation Standards (IVS) som är standarder för värdering inom den finansiella marknaden. IVS består av fem generella standarder tillsammans med åtta tillgångsspecifika standarder, däribland IVS 400 – Real Property Interests och IVS 410 – Development Property som riktar sig mot fastighetsvärdering (IVSC 2022b). I dessa standarder definieras bland annat begreppet marknadsvärde (IVS 104 2022), vilket förklaras i avsnitt 3.3.5.

2.5 Index

2.5.1 Fastighetsbolagsindex

Fastighetsbolagsindex (FBindex) är ett aktieindex som är utformat för att spåra prestationen för fastighetsbolagen på Stockholmsbörsen, OMXS. FBindex uppdateras dagligen utifrån viktad substansrabatt och substanspremium (Katujo AB 2023). Hela syftet med detta index är att få en snabb överblick av utvecklingen för fastighetsbolagen på Stockholmsbörsen och kunna följa utvecklingen historiskt.

2.5.2 OMX Stockholm Real Estate GI

OMX Stockholm Real Estate GI (OMXS REGI) är ett aktieindex som mäter utvecklingen på noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen (Nasdaq 2023). Indexet inkluderar bolag som utvecklar, äger eller förvaltar fastigheter. Det uppdateras i realtid utifrån prisförändringar i de aktier som ingår i indexet och utdelningarna från dessa bolag. OMXS REGI används ofta av analytiker och investerare för att bedöma utvecklingen av fastighetssektorn på Stockholmsbörsen.

2.6 Auktorisation

Efter fastighets- och bankkrisen i början av 1990-talet, infördes det år 1993 en branschauktorisation som innebar att man kunde skilja på auktoriserade och icke-auktoriserade fastighetsvärderare (Bellman & Öhman 2012).

2.6.1 Samhällsbyggarna

Det finns fyra grundläggande krav för auktorisation; Teorikravet, Praktikkravet, Aktualitetskravet och Oberoendekravet (Samhällsbyggarna 2022a). Dessa krav återfinns i 12–15 §§ i Stadgarna för Sektionen för fastighetsvärdering inom Samhällsbyggarna.

Teorikravet bygger på att personen har en grundläggande master- eller kandidatexamen inom fastighetsekonomi, fastighetsrätt eller byggteknik (Samhällsbyggarna 2022a). Praktikkravet grundar sig i en tillräcklig erfarenhet i branschen. Vid masterexamen är kravet minst tre års vitsordad praktik och vid kandidatexamen är kravet fem år. Aktualitetskravet innebär att personen i fråga, värderaren, är kontinuerligt verksam gällande värderingsfrågor. Oberoendekravet innebär att värderaren ska verka självständigt och oberoende i förhållande till beställaren vid ett värderingsuppdrag.

Utöver det ovan nämnda ska värderaren utgå ifrån och följa de regler som gäller för god värderarsed, som har antagits av Sektionen för fastighetsvärdering (Samhällsbyggarna 2022a). Det finns en obligatorisk vidareutbildning under en treårsperiod som ytterligare krav för att bibehålla kompetensen.

2.6.2 RICS

RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) är en global medlemsorganisation med personer verksamma i fastighetsbranschen (Gustafsson & Palm 2021). RICS ger ut ”The Red Book”, en värderingsstandard som är kompatibel med IVS. ”The Red Book” beskrivs ha obligatoriska regler och praxis för medlemmar i RICS som utför värdering. För att auktoriseras via RICS krävs att ett av följande krav är uppfyllda; inneha en relevant erfarenhet och en RICS-ackrediterad examen, fem års relevant erfarenhet och en kandidatexamen eller 10 års relevant erfarenhet på en avancerad nivå genom arbetslivserfarenhet, specialisering eller studier (RICS 2023). En RICS-auktorisation anses mer känd och accepterad utanför Sverige och därför har flertalet som auktoriserats via Samhällsbyggarna även valt att auktoriseras via RICS (Samhällsbyggarna 2022b).

2.7 Bankers standarder

European Bank Authority (EBA) skriver i sin rapport *Riktlinjer om kreditgivning och övervakning* (2020) om bankers standarder och tillvägagångsätt vid kreditgivning. De skriver att egendomen bör värderas i enlighet med internationella värderingsstandarder som innefattar standarder från European Group of Valuers och RICS. Vidare finns olika utgångspunkter vid en värdering för säkerhet i form av fast egendom. Egendomen ska bedömas av en extern eller intern värderingsman med hjälp av platsbesök.

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Bankinstituten ska säkerställa att värderingsmannen utför en opartisk, transparent, objektiv och tydlig värdering (EBA 2020). Värderingsmannen ska vara yrkesmässigt kompetent och resultatet av värderingen får inte innehålla någon intressekonflikt, vilket förhindras genom avtalsvillkor. Värderingen ska även ha en tydlig och transparent slutrapport med nödvändig information om egendomen och värderingsprocessen. Slutrapporten ska innehålla syftet med värderingen, vem som beställt den och innehålla alla delar samt ingående parametrar som avgör säkerhetens värde. I rapporten beskrivs även att instituten bör granska värderingarna från värderingsmännen med fokus på begripligheten och försiktighet, gällande antaganden som berör exempelvis kassaflöden och diskonteringsräntor. Rapporten ska även innehålla en rimlig och tydlig identifiering av jämförbara egendomar som har använts som värderiktmärke.

2.8 Finanskris år 1990 och 2008

Fastighetspriser samt byggandet tyder på cykliska förlopp över tid som återspeglar den ekonomiska utvecklingen i samhället (Lind, Persson & Gustafsson 2021). Västvärldens ekonomi har emellanåt, utöver de vanliga konjunktursvängningarna, drabbats av allvarliga finansiella och fastighetsrelaterade kriser. Finans- och fastighetskriserna har haft en stor inverkan på synen för fastigheter som investeringsobjekt. Den senaste krisen i Sverige med bankfallisse mang och ras i fastighetspriser skedde år 1990.

År 1989 fanns tydliga signaler på börserna om prisfall i fastighetsbolagen och indikationer på att en kris var nära (Lind, Persson & Gustafsson 2021). Dessa signaler togs inte på stort allvar och tron fanns att nedgången snabbt skulle vara över likt tidigare år. I starten av år 1990 förekom det köpmotstånd, vilket gav effekter på fastighetsmarknaden. Hyresmarknaden sviktade och vakanserna blev mer förekommande i alla typer av fastigheter. Utvecklingen påverkade i sin tur kreditmarknaden i form av höjda räntor. Fastighetsmarknaden upplevde ett prisfall upp mot 25 procent året 1990 och yielderna steg kraftigt. De höga belåningsgraderna resulterade i att fastighetsbolagens kapital raderades ut och fastighetskrisen hade därmed drabbat även banksektorn. Under år 1991 blev krisen därför till en kombinerad finans- och fastighetskris och för många fastighetsbolag innebar detta obestånd och konkurs.

Finanskrisen under år 2008 gav upphov till stora problem för fastighetsvärderare under den efterföljande tiden, som berodde på ett extremfall av förändringar i omsättning av fastigheter (Lind & Nordlund 2021b). Ägarna av fastigheter var finansiellt stabila och väntade med att sälja när efterfrågan hade gått ner, vilket ledde till att marknaden dog. I princip inga transaktioner genomfördes under denna period och därav kunde inga nya priser observeras, som i sin tur innebar stora problem för fastighetsvärderare.

3 Teori

I detta kapitel presenteras den teori som ligger till grund för examensarbetet. Här presenteras grundläggande fastighetsekonomisk teori och definitioner av relevans för arbetet. Vidare presenteras teori bakom värdering och risker vid belåning samt värderingsmetoder.

3.1 Grundläggande pristeori

Priset på en marknad sammanhänger med utbud och efterfrågan. Detta utgör en stor del av pristeorin och är tillämpbar även på fastighetsmarknaden, men med viss anpassning och begränsning (Lind, Persson & Gustafsson 2021).

3.1.1 Utbud

Utbudet påverkas av nyproduktion då företag ser en ökning i det förväntade framtida värdet jämfört med de förväntade kostnaderna (Lind, Persson & Gustafsson 2021). Ju högre förväntat pris, desto mer antas företagen vilja bygga. Om företagens kostnader ändras finns risken att hela utbudskurvan kommer att förskjutas i sidled. Utbudet påverkas av politiska beslut gällande regleringar, subventioner och skatter (Bengtsson 2018).

3.1.2 Efterfrågan

Teorin bakom efterfrågekurvan innebär att ju lägre pris, desto fler är intresserade av att köpa varan (Lind, Persson & Gustafsson 2021). När priset på en vara ändras, förändras även efterfrågad kvantitet. Att efterfrågan skiftar kan bero på flera olika faktorer. Makroekonomiska faktorer påverkar efterfrågan som exempelvis ekonomisk tillväxt, inflation, räntor, sysselsättning och konjunkturläge (Bengtsson 2018). Även olika regleringar, skatter och subventioner genom politiska beslut påverkar efterfrågan.

3.2 Kommersiella fastigheter

Detta examensarbete är avgränsad till kommersiella fastigheter och definieras enligt följande:

Kommersiella fastigheter definieras som fastigheter som ägs i syfte att generera intäkter genom uthyrning till hyresgäster. Dessa inrymmer bland annat kontor-, detaljhandels-, fabriks-, hotell-, logistik-, och bostadsfastigheter och samhällsfastigheter. (Finansinspektionen 2019, s. 5)

Det är ändamålet för användningen av fastigheten som avgör och inte ägandet (Bengtsson 2018). Grunden för kommersiella fastigheter är att ägaren inte utnyttjar dessa själv, utan hyr ut till hyresgäster. Därför är fastighetens driftnetto av stort intresse. De viktigaste posterna bedöms därmed vara hyresintäkterna och drifts- och underhållskostnaderna.

Det är inte samma frekventa omsättning på kommersiella fastigheter som för aktier och andra finansiella tillgångar (Bellman & Öhman, 2012). Detta medför därför svårigheter i att fastställa värdet på dessa fastigheter, speciellt vid en tunn marknad. Marknadsvärdet för avkastningsfastigheter bestäms av två faktorer; fastighetens driftnetto och marknadens avkastningskrav. Eftersom avkastningskravet bedöms utifrån tidigare observerade transaktioner, påverkas detta av en tunn marknad. Ett mindre transaktionsunderlag gör således att avkastningsvärdet blir svårare att bedöma.

3.3 Värdebegrepp

3.3.1 Bokfört värde

Bokfört värde används för att fördela kostnaderna för en fastighet över tid (Bengtsson 2018). När en fastighet köps, bokförs den som en tillgång med ett värde som motsvarar köpeskillingen plus eventuella transaktionskostnader. Värdet på fastighetens byggnader och anläggningar skrivs sedan ned successivt över tiden enligt en avskrivningsplan. Detta innebär att kostnaden för fastigheten kommer att spridas ut över hela avskrivningstiden, i stället för att belasta resultatet för första året med hela köpeskillingen.

3.3.2 Skattemässigt värde

Skattemässigt värde avser det bokförda värdet som justeras för eventuella skatteplaneringsåtgärder, där företag har lagliga möjligheter att jämna ut resultatet över tid, så att avsedd skatt betalas (Bengtsson 2018). Dessa möjligheter kallas bokslutsdispositioner. En av de möjligheter som finns är överavskrivningar, där företaget skriver av tillgångar snabbare än enligt avskrivningsplanen. Detta kan resultera i att det skattemässiga värdet avviker från det bokförda värdet innan bokslutsdispositioner görs.

3.3.3 Verkligt värde

Verkligt värde är ett begrepp som återfinns och definieras i regelverken för redovisning IFRS och IAS, som är gemensamma inom EU (Bengtsson 2018). Det benämns i dessa regelverk som "fair value" och hänvisar till ett värde som ger en mer rättvis bild av marknadsvärdet än det bokförda värdet vid redovisning. Således motsvarar det verkliga värdet i stort sett marknadsvärdet. Värderingen av det verkliga värdet inför ett bokslut utförs därför på samma sätt som vid ett förvärv av fastigheten (ibid.). Definitionen av verkligt värde:

The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date. (IFRS 13 2022, para 9)

3.3.4 Substansvärde

Substansvärdet i ett företag ges av värdet av tillgångarna minus skulderna, det vill säga nettotillgångarna (Geltner, Miller, Clayton & Eichholtz 2014). Detta innebär i stort sett att de underliggande fastighetsvärdena i ett fastighetsbolag utgör dess substansvärde. Substansvärdet används framför allt vid bolagsanalyser av börsnoterade

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

fastighetsbolag, där det motsvarar det bokförda värdet av det egna kapitalet efter vissa justeringar och jämförs sedan med börsvärdet (Bengtsson 2018). För att substansvärdet ska vara intressant krävs det att det beräknas utifrån det verkliga värdet på tillgångarna vid en balansräkning.

3.3.5 Marknadsvärde

Marknadsvärdet är det mest sannolika priset vid en normal marknadstransaktion (Bengtsson 2018; Lind & Lundström 2009). Det har under de senaste årtiondena gjorts ansträngningar för att hitta en enda definition till detta centrala värdebegrepp (Person 2015). Den engelska definitionen enligt IVSC följer:

Market Value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion. (IVS 104 2022, para 30.1)

Definitionen överensstämmer med den europeiska, som återfinns i European Valuation Standard (EVS), samt med IASB och deras definition av verkligt värde i IFRS.

3.3.6 Mortgage Lending Value

Ett alternativt värdebegrepp för fastighetsvärdering är "mortgage lending value" (Lind & Nordlund 2021a). Begreppet innebär en försiktig bedömning av de framtida förutsättningarna på marknaden för fastigheten, där hänsyn tas till långsiktigt hållbara aspekter, marknadsförhållanden, den aktuella användningen och andra lämpliga användningar av fastigheten. Detta används framför allt i Tyskland och ger en form av belåningsvärde. Värdebegreppet gör det möjligt genom historiska genomsnitt att beräkna ett långsiktigt värde, där värdet inte förändras lika snabbt som marknadsvärdet när konjunkturen förändras.

3.3.7 Individuellt avkastningsvärde

Ett individuellt avkastningsvärde innebär det värde en fastighet har för en enskild aktör (Lind och Nordlund 2021a). Värdet bedöms genom en investeringsanalys med utgångspunkt från antaganden aktören anser vara rimliga. Det individuella avkastningsvärdet avspeglar vad den enskilde aktören maximalt kan anses vilja betala för att få en önskad avkastning. Individuellt avkastningsvärde kan liknas vid reservationspris, vilket är det lägsta pris en säljare kan tänkas sälja till och det högsta pris en köpare kan tänkas köpa för. När en fastighet säljs ligger priset mellan säljarens och köparens reservationspriser.

3.4 Belåning av kommersiella fastigheter

En av de viktigaste anledningarna till fastighetsvärdering är behovet att bedöma en fastighets värde som säkerhet för belåning (Bengtsson 2018). Ratcliff (1972) menar att det kan vara problematiskt för bankerna att endast titta på värderingarna i samband med lån, eftersom fastigheten ska fungera som en säkerhet för en framtida tidpunkt när

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

låntagaren kan ha ekonomiska problem. Värderingen i sin tur speglar värdet på fastigheten vid tidpunkten för utförandet och inte i framtiden (Ratcliff 1972). Banken är noga med att bedöma fastighetens marknadsförutsättningar då fastighetens kassaflöde är avgörande både för låntagarens betalningsförmåga och även för fastighetens värde (Bengtsson 2018).

Lind och Nordlund (2021b) diskuterar om olika beteenden som orsakar prisbubblor för fastigheter. Dessa bubblor uppstår till följd av irrationella beteenden som gör att individerna bedömer att priserna kommer att stiga, vilket gör att de köper till högre priser. I den empiriska studie som Shiller (2014) utförde, konstaterades att det är mer troligt att priserna faller efter en tid med stigande priser och vice versa. Lind och Nordlund (2021b) menar att det irrationella beteendet från bankernas sida därför borde vara att sänka sin belåningsgrad, när priserna har ökat och således öka belåningsgraden när priserna har gått ner. Studier visar däremot på motsatsen, där bankerna tenderar att öka belåningsgraden under en boom då man menar att en prisökning indikerar på en fortsättning av detta (Geanakoplos 2010). Detta kan enligt Lind och Nordlund (2021b) bero på att bankerna har en irrationell övertro på öknings i marknadsvärde. Det kan dessutom bero på konkurrenssituationen banker emellan, där de inte vill riskera att förlora kunder på grund av att de erbjuder en för låg belåningsgrad. Dessa faktorer kan leda till en ond spiral där ökad belåning leder till högre priser och där de högre priserna i sin tur leder till en ökad belåningsgrad.

3.4.1 Risker vid värdering i belåningssyfte

Det finns ett antal risker relaterade till värdering i syfte för belåning som bankerna bör ta hänsyn till (Lind & Nordlund 2021b). En av dessa risker är relaterade till den makroekonomiska situationen och kapitalmarknaden, där det finns en risk för fallande värden på fastigheter när kapitalmarknaden svalnar. Även vid en potentiell recession finns risk för fluktuerande styrränta. Vidare nämns risken för den lokala attraktiviteten som kan förändras på grund av olika faktorer som exempelvis kommunikationsmöjligheter och trender i popularitet, som således bidrar till förändringar i fastighetsvärden. En annan uppenbar risk som finns är klimatförändringarna med bland annat stigande havsnivåer samt ökad risk för översvämningar och hårda vindar, det vill säga mer extrema väderförhållanden. Denna risk menar författarna att bankerna redan utvecklar system som tar hänsyn till. Ytterligare en risk är de mer byggnadsspecifika egenskaperna, så som miljöpåverkan från byggnaderna inför framtida klimatrelaterade regleringar och även byggnadernas flexibilitet. Denna flexibilitet i fastigheterna kan vara viktig för att kunna förändra dessa utifrån efterfrågan på marknaden. Genom en riskanalys kan bankerna värdera hur stor risken är att fastighetsvärdena påverkas och således korrigera belåningsgraden utifrån denna. Det som är viktigt vid användandet av riskanalysen är att bedöma huruvida denna risk redan har påverkat värdet på fastigheten eller inte (ibid.).

3.5 Marknadsanalyser

En marknadsanalys görs för ett specifikt ändamål och när detta ändamål är klarlagt kan analysen bestämmas. Vid värdering av fastigheter är fastighetsmarknads- och

ortsanalyser viktigt för att få nödvändig information och därefter bedöma marknadsvärdet (Lundgren & Persson 2021).

3.5.1 Ortsanalyser

Ortsanalyser syftar till att ge en omfattande beskrivning av den geografiska och ekonomiska miljön samt undersöka den framtida utvecklingspotentialen för en specifik ort (Lundgren & Persson 2021). Vid denna analys undersöks det geografiska läget, infrastrukturen och näringslivet, för att få en bättre förståelse för de förutsättningar som är specifika för orten. Detta kan vara till hjälp vid planering av framtida projekt eller vid beslut om etablering av verksamheter. En ortsanalys kan också ge viktig information om platsens befolkning, dess kultur och traditioner samt andra faktorer som kan påverka en fastighets värde. Ortspecifika förutsättningar ligger även till grund för en del överväganden avseende parametrar för vakanser, framtida hyresnivåer, framtida utveckling på priser samt direktavkastning. Ortsanalyser är viktigt vid etablerings- och investeringsbeslut och även i värderingssammanhang.

3.5.2 Fastighetsmarknadsanalys

Fastighetsmarknadsanalyser används oftast för att ge en bild om grundläggande marknadsdata som omsättning, direktavkastning, marknadsaktörer och olika fastighetsrelaterade förvaltningsdata, då med fokus på vakanser, drift och underhållskostnader och marknadsmässiga hyror (Lundgren & Persson 2021). Marknadsanalyser används för att jämföra den enskilda fastigheten med jämförbara objekts position på marknaden. De vanligaste förekommande fastighetsmarknadsanalyserna anses vara ortsprisanalyserna. Syftet med en sådan analys är att bearbeta och samla in uppgifter om tidigare genomförda överlåtelser för att få kännedom om nyckeltal, så som pris per kvadratmeter, vakansnivåer med flera. Marknadsanalyser ska vidare innehålla utveckling i vakansnivåer, marknadsmässiga direktavkastningskrav och beskrivning av efterfrågan på olika fastighetssegment. Ett exempel är hur Covid-19-pandemin påverkade efterfrågan på kontorsytor då distansarbete blev mer vanligt, vilket ledde till förändringar i efterfrågan på kontorslokaler.

3.6 Värderingsmetoder

De olika värderingsmetoderna som presenteras nedan är i huvudsak tillämpbara för alla typer av fastigheter. Dock har varje unik fastighet sina tillämpningsproblem. Valet av metod beror oftast på datatillgång men även på personliga preferenser och tradition (Persson 2015). Valet av metod borde egentligen inte påverka resultatet, men i praktiken spelar det dock roll vilken metod som valts. Orsaken till att det kan resultera i olika resultat är att de värdebärande faktorerna har olika genomslagskraft i respektive metod. Vid kommersiella fastigheter används främst avkastningsvärdering och ortsprisvärdering fungerar mer som komplettering (Bengtsson 2018). Det beror främst på att objekten inte är tillräckligt homogena för att ortsprismetoden ska erhålla en säker och rimlig värdering.

3.6.1 Ortsprismetoder

Ortsprismetoder bygger på marknadsanalyser och värdebedömningar av jämförelseobjekt på en öppen och fri marknad (Bengtsson 2018). Den primära informationskällan är transaktioner på marknaden och marknadsvärdebedömningar utgör en prognos för ett sannolikt pris för värderingsobjektet. Ortsprismetoden bygger på att föra över information gällande marknadsvärdet för värderingsobjektet genom det värde som observeras i betalda priser för andra fastigheter.

Lind och Nordlund (2021a) påpekar att engelskans ”comparative sales method” ger en bättre bild av metoden, då det vid ett fåtal transaktioner på marknaden krävs en vidare geografisk sökning. Problematiken ligger i att varje fastighet är unik och att det alltid finns skillnader i egenskaper mellan olika fastigheter, vilket försvårar värderingen.

3.6.2 Avkastningsmetoder

Denna metod grundar sig i att värdera kassaflödet som en fastighet genererar (Bengtsson 2018). Dessa investeringsobjekt analyseras genom de egenskaper som genererar kassaflöden åt ägaren. En nuvärdesvärdering görs därefter för att bedöma en investerings värde idag utifrån framtida kassaflöden. Nuvärdesvärderingar innehåller två grunder; först att uppskatta storleken på framtida kassaflöden och den andra är att diskontera dessa framtida kassaflöden till den aktuella tidpunkten. Inom avkastningsvärdering finns två dominerande metoder; direktkapitalisering och kassaflödesvärdering. Genom värdering av direktkapitalisering sker en tillämpning av Gordons formel (Bengtsson 2018). Den bygger på det driftnetto som genereras av kassaflöden, framtida tillväxttakt och kända avkastningskrav.

Driftnettot är utifrån en investerares synvinkel det som intresserar mest (Lind & Nordlund 2021a). Det är utifrån driftnettot som en bedömning görs av hur värdefull en fastighet är. Fastigheten kan generera höga hyresintäkter, men om fastigheten samtidigt har höga drift- och underhållskostnader blir fastighetens värde oförändrat. Lind och Nordlund belyser därför relationen mellan driftnetto och fastighetsvärde. En normering som vanligtvis görs är att relatera driftnettot med det observerade priset. Kvoten mellan driftnettot och det observerade priset kallas direktavkastning. Om driftnettot vid en observerad transaktion är känt, kan direktavkastning räknas ut. Genom kännedom om direktavkastning i jämförbara transaktioner kan värderaren använda sig av detta för att uppskatta det mest sannolika priset. Det går även att värdera ett marknadsmässigt direktavkastningskrav utifrån Gordons formel, där direktavkastningskravet motsvarar det krav och den förväntning på direktavkastning som en investerare har (ibid.). Eftersom det marknadsmässiga direktavkastningskravet bedöms utifrån observerade transaktioner, försvåras denna bedömning av en tunn marknad. Detta leder till ett svårare värderingsarbete.

3.6.3 Produktionskostnadsmetod

Utöver de två dominerande metoderna som beskrivs ovan finns även en metod vid namn produktionskostnadsmetoden. Metoden är användbar vid speciella fall och kan vara kompletterande till de andra metoderna vid exempelvis värdering av enskilda delar av fastigheter (Bengtsson 2018). Vid produktionskostnadsmetoden ligger intresset främst vid att värdera byggnaden eller en del av en byggnad, vilket görs genom att

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

uppskatta återanskaffningsvärdet för objektet (Bengtsson 2018). Denna metod används som ett sistahandsval då de två andra inte är möjliga att använda. Det beror på att kopplingen till marknadsvärde anses otydlig.

4 Undersökningar

Arbetet består av en kvantitativ och en kvalitativ studie. Den kvantitativa studien består av datainsamling från börsnoterade fastighetsbolag i form av redovisade fastighetsvärden, substansvärden och börskurser.

Den kvalitativa studien består av intervjuer med externa fastighetsvärderare och fastighetsanalytiker på banker, där frågorna i intervjumaterialet baseras på den bakgrund och teori som presenterats.

4.1 Avgränsning och urval

Examensarbetet har valts att avgränsas till att endast omfatta den svenska kommersiella fastighetsmarknaden.

De urval som gjorts för den kvantitativa studien är att fastighetsbolagen ska vara listade på Nasdaq OMX Stockholm, samtidigt som bolagen ska publicera sina substansvärden kvartalsvis. Substansvärdena ska vara rapporterade från bolagen för åren 2020–2022. Bolagen ska dessutom finnas representerade i OMX Stockholm Real Estate GI. Detta resulterar i 27 fastighetsbolag studeras.

Det urval som gjorts för den kvalitativa studien är att de externa fastighetsvärderarna ska vara auktoriserade värderare med flera års erfarenhet inom branschen. De flesta av respondenterna är chefer på de största värderingsfirmorna i Sverige. De utvalda respondenterna från bankernas sida kommer även dessa från några av de största aktörerna i landet.

4.2 Kvantitativ undersökning

Datainsamlingen till den kvantitativa studien grundar sig i årsredovisningar från 27 börsnoterade bolag under en treårsperiod mellan 2020–2022. Årsredovisningarna hämtas från respektive bolags hemsida och är en tillförlitlig källa för varje bolags redovisade fastighetsvärden.

Bolagens börskurser hämtas från Nasdaq OMX Nordic, där historiska börskurser finns tillgängliga att studera. Bolagens substansvärden hämtas från FBindex, där historiska substansvärden finns tillgängliga att hämta.

De index som används är FBindex och OMXS REGI. FBindex är ett index som viktat 33 fastighetsbolags substanspremie/substansrabatt och uppdateras dagligen, medan OMXS REGI är ett index för 46 fastighetsbolags börskurser (Katujo AB 2023; Nasdaq 2023).

4.3 Kvalitativ undersökning

För den kvalitativa studien har intervjuer förts löpande med de tillfrågade intervjuobjekten, där intervjuerna har varierat mellan möten på plats på

respondenternas kontor eller via digitala möten. Intervjuerna var semistrukturerade, vilket betyder att samma frågor ställdes till samtliga respondenter med samma roll samt eventuella följdfrågor. Frågornas övergripande ämnen sändes ut till respondenterna i förväg. Respondenterna kunde på detta sätt vara förberedda inför diskussionsmaterialet, utan att kunna förbereda specifika svar.

4.3.1 Intervjuer med värderare

Under studien har totalt sju intervjuer genomförts med olika externa fastighetsvärderare från olika värderingsfirmor i Sverige. Samtliga intervjuer innehåller auktoriserade fastighetsvärderare med en högt uppsatt roll inom respektive företag. Samtliga frågor till de externa värderarna är kopplade till våra frågeställningar med utgångspunkt från följande rubriker; *företagets värderingsmetoder, värdering i en tunn marknad, förbättringspotential kring värderingars regelverk samt uppskattad framtidsprognos.*

4.3.2 Intervjuer med banker

Det har totalt genomförts fyra intervjuer med fastighetsanalytiker från olika banker. Intervjuobjekten har flerårig erfarenhet inom fastighetsvärdering på bank. Samtliga frågor till bankerna är kopplade till våra frågeställningar med utgångspunkt från följande rubriker; *företagets värderingsmetoder, värdering för belåning, värdering i en tunn marknad, förbättringspotential kring värderingars regelverk samt uppskattad framtidsprognos.*

5 Resultat

5.1 Kvantitativt resultat

I detta avsnitt redovisas de resultat som hämtats in via datainsamling. Fastighetsbolagens redovisade fastighetsvärden har inhämtats från företagens årsrapporter, historiska substansvärden från FIndex samt historiska börskurser från Nasdaq.

Nedan följer fyra tabeller som redovisar värden för de 27 fastighetsbolag som undersökts, där tabellerna visar fastighetsvärden, substansvärden, börskurser och substansrabatt/-premie för åren 2020–2022.

Tabell 1 Fastighetsbolagens redovisade fastighetsvärden i MSEK per den 31 dec 2020–2022

Fastighetsbolag	2020	2021	2022
<i>Annehem Fastigheter</i>	3 318	3 994	4 309
<i>Atrium Ljungberg</i>	47 334	51 589	60 006
<i>Balder</i>	151 982	191 835	217 353
<i>Brinova Fastigheter</i>	6 048	7 698	8 432
<i>Castellum</i>	103 042	153 146	153 563
<i>Catena</i>	18 612	23 400	27 219
<i>Corem Property Group</i>	14 002	83 084	78 387
<i>Diös Fastigheter</i>	24 512	27 993	31 136
<i>Eastnine</i>	372*	470*	606*
<i>Fabege</i>	76 648	83 257	86 348
<i>Fastpartner</i>	31 344	35 323	35 728
<i>Genova Property Group</i>	5 355	7 963	10 264
<i>Heba</i>	12 046	14 673	15 718
<i>Hufvudstaden</i>	45 637	48 790	49 547
<i>John Mattson</i>	7 958	15 895	15 696
<i>K-Fastigheter</i>	6 854	9 604	13 095
<i>K2A Knaust & Andersson Fastigheter</i>	5 783	8 458	10 150
<i>NP3 Fastigheter</i>	12 582	17 335	19 805
<i>Nyfosa</i>	29 411	37 147	40 446
<i>Pandox</i>	59 542	62 596	69 231
<i>Platzer Fastigheter Holding</i>	22 575	26 031	26 994
<i>Sagax</i>	37 548	46 067	52 682
<i>SBB Norden</i>	90 185	149 335	135 616
<i>Stendörren Fastigheter</i>	9 553	11 693	12 418
<i>Trianon</i>	9 462	12 666	12 863
<i>Wallenstam</i>	57 933	63 949	62 593
<i>Wihlborgs Fastigheter</i>	46 072	50 033	55 179

*Anges i MEUR

I tabell 1 redovisas de 27 fastighetsbolagens redovisade fastighetsvärden mellan åren 2020–2022. Samtliga indata är hämtade från respektive fastighetsbolags

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

årsredovisningar eller bokslutskommunikéer. Mellan åren 2020–2021 ökade samtliga av fastighetsbolagens fastighetsvärden, medan fastighetsvärdena sjönk för fyra av fastighetsbolagen mellan åren 2021–2022.

Tabell 2 Fastighetsbolagens substansvärden i SEK/aktie per den 31 dec 2020–2022 (Katujo AB 2023)

Fastighetsbolag	2020	2021	2022
<i>Annehem Fastigheter B</i>	35,48	39,50	43,60
<i>Atrium Ljungberg B</i>	210,23	232,13	280,08
<i>Balder B</i>	362,77	454,43	92,84
<i>Brinova Fastigheter B</i>	24,78	30,42	34,24
<i>Castellum</i>	200,00	230,00	259,00
<i>Catena</i>	223,34	293,75	375,58
<i>Corem Property Group B</i>	20,37	27,21	29,93
<i>Diös Fastigheter</i>	75,70	88,30	101,10
<i>Eastnine</i>	135,00	157,00	238,00
<i>Fabege</i>	153,00	164,00	185,00
<i>Fastpartner A</i>	84,20	103,00	114,90
<i>Genova Property Group</i>	58,11	69,94	88,21
<i>Heba B</i>	85,23	102,54	54,00
<i>Hufvudstaden A</i>	187,00	189,00	203,00
<i>John Mattson</i>	115,19	156,65	178,91
<i>K-Fastigheter B</i>	95,99	21,19	26,32
<i>K2A Knaust & Andersson Fastigheter B</i>	80,26	22,14	31,91
<i>NP3 Fastigheter</i>	75,41	98,26	132,10
<i>Nyfosa</i>	77,32	89,20	106,26
<i>Padox B</i>	175,33	171,49	202,96
<i>Platzer Fastigheter Holding B</i>	92,21	105,35	135,20
<i>Sagax B</i>	63,06	84,84	105,63
<i>SBB Norden B</i>	24,36	34,55	34,29
<i>Stendörren Fastigheter B</i>	132,16	170,20	200,96
<i>Trianon B</i>	95,62	122,22	38,83
<i>Wallenstam B</i>	95,10	107,20	61,50
<i>Wihlborgs Fastigheter</i>	147,63	159,68	89,28

I tabell 2 redovisas de 27 fastighetsbolagens substansvärden mellan åren 2020–2022. Samtliga värden är hämtade från FBindex (Katujo 2023). Alla fastighetsbolag med undantag från tre hade en ökning i substansvärden mellan 2020 och 2021, medan sex bolag hade en sänkning i substansvärden mellan 2021 och 2022.

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Tabell 3 Fastighetsbolagens börskurser i SEK per den 31 dec 2020–2022 (Nasdaq 2023)

Fastighetsbolag	2020	2021	2022
<i>Annehem Fastigheter B</i>	31,65	37,30	19,80
<i>Atrium Ljungberg B</i>	172,80	199,70	170,90
<i>Balder B</i>	71,48	108,63	48,52
<i>Brinova Fastigheter B</i>	28,60	49,80	25,80
<i>Castellum</i>	208,70	243,80	126,25
<i>Catena</i>	385,00	564,00	388,60
<i>Corem Property Group B</i>	18,80	32,65	8,39
<i>Diös Fastigheter</i>	76,80	118,80	75,45
<i>Eastnine</i>	125,00	158,40	120,80
<i>Fabege</i>	129,35	151,55	88,70
<i>Fastpartner A</i>	97,00	121,40	71,30
<i>Genova Property Group</i>	73,90	138,80	52,40
<i>Heba B</i>	57,25	78,80	36,30
<i>Hufvudstaden A</i>	136,20	135,20	148,30
<i>John Mattson</i>	135,80	199,40	83,10
<i>K-Fastigheter B</i>	266,60	87,00	23,54
<i>K2A Knaust & Andersson Fastigheter B</i>	198,00	61,20	13,88
<i>NP3 Fastigheter</i>	121,20	362,50	198,60
<i>Nyfosa</i>	81,95	156,00	80,60
<i>Padox B</i>	145,20	146,00	116,40
<i>Platzer Fastigheter Holding B</i>	107,40	135,60	82,30
<i>Sagax B</i>	169,60	305,00	236,50
<i>SBB Norden B</i>	28,66	66,42	17,38
<i>Stendörren Fastigheter B</i>	152,50	304,50	191,80
<i>Trianon B</i>	137,00	238,00	20,85
<i>Wallenstam B</i>	65,30	84,00	43,90
<i>Wihlborgs Fastigheter</i>	185,40	205,40	78,50

I tabell 3 redovisas de 27 fastighetsbolagens börskurser mellan åren 2020–2022. Samtliga värden är hämtade från Nasdaq. Endast tre av fastighetsbolagens börskurser sjönk mellan åren 2020 och 2021, medan endast ett bolag hade en stigande börskurs mellan åren 2021 och 2022.

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Tabell 4 Fastighetsbolagens substansrabatt/-premie i % per den 31 dec 2020–2022

Fastighetsbolag	2020	2021	2022
Annehem Fastigheter B	11%	6%	55%
Atrium Ljungberg B	18%	14%	39%
Balder B	80%	76%	48%
Brinova Fastigheter B	-15%	-64%	25%
Castellum	-4%	-6%	51%
Catena	-72%	-92%	-3%
Corem Property Group B	8%	-20%	72%
Diös Fastigheter	-1%	-35%	25%
Eastnine	7%	-1%	49%
Fabege	15%	8%	52%
Fastpartner A	-15%	-18%	38%
Genova Property Group	-27%	-98%	41%
Heba B	33%	23%	33%
Hufvudstaden A	27%	28%	27%
John Mattson	-18%	-27%	54%
K-Fastigheter B	-178%	-311%	11%
K2A Knaust & Andersson Fastigheter B	-147%	-176%	57%
NP3 Fastigheter	-61%	-269%	-50%
Nyfosa	-6%	-75%	24%
Padox B	17%	15%	43%
Platzer Fastigheter Holding B	-16%	-29%	39%
Sagax B	-169%	-260%	-124%
SBB Norden B	-18%	-92%	49%
Stendörren Fastigheter B	-15%	-79%	5%
Trianon B	-43%	-95%	46%
Wallenstam B	31%	22%	29%
Wihlborgs Fastigheter	-26%	-29%	12%

Resultatet i tabell 4 har beräknats utifrån data i tabell 2 och 3. Procentsatserna presenteras med grön färg för substansrabatt och röd färg för substanspremie. Substansrabatt/-premie beräknas enligt följande:

$$\frac{\text{Substansvärde} - \text{Börskurs}}{\text{Substansvärde}}$$

Substansvärden och börskurser i formeln gäller för respektive bolag och år.

Samtliga fastighetsbolag förutom tre handlades till en substansrabatt år 2022, där en majoritet av bolagen handlades till en substanspremie under åren 2020 och 2021. För de tre bolag som fortsatt handlades till en substanspremie under 2022 minskade däremot premien avsevärt. Mellan åren 2021 och 2022 minskade substanspremien, ökade substansrabatten eller ändrades substanspremien till en substansrabatt för samtliga bolag utom två.

5.2 Kvalitativt resultat

I detta avsnitt redovisas en sammanställning av svaren på de intervjuer som genomförts med sju värderare på olika värderingsfirmor och fyra olika banker som utför värdering för belåning av kommersiella fastigheter. Sammanställningen presenteras utifrån intervjuernas övergripande frågor och redovisar de mest frekventa eller utstickande svaren. Svaren från respondenterna redovisas anonymt, medan en förteckning av respondenterna redovisas i bilaga 1.

5.2.1 Intervju med värderare

I detta avsnitt redovisas en sammanställning av de intervjuer som gjorts med sju värderare som representerar olika värderingsfirmor på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. Intervjuerna har sin grund i fyra övergripande frågor; värderingsmetoder, värdering i en tunn marknad, förbättringspotential kring värderarnas regelverk och uppskattad framtidsprognos. Intervjufrågorna i sin helhet presenteras i bilaga 2.

5.2.1.1 Värderingsmetoder

I de genomförda intervjuerna som gjorts har alla respondenter svarat att de använder någon form av kassaflödesmetod kombinerat med ortsprisvärdering. Vid enstaka fall används även produktionskostnadsmetoden vid värdering av specialfastigheter. En del respondenter har även poängterat att de har egna utvecklade modeller och värderingsverktyg för att genomföra värderingarna. De företag som även har en transaktionsavdelning menar att de får mycket information angående direktavkastningskrav och andra parametrar från dessa avdelningar, då dem ofta är direkt inblandade i affärer och således sitter på aktuell information.

Det finns samarbeten företagen emellan för att kunna ha en konsensus kring vissa parametrar, där framför allt de större företagen diskuterar kontinuerligt. Det som specifikt nämns som en parameter att enas kring är inflationsantaganden. I övrigt råder konkurrenssituation där företagen inte vill dela med sig för mycket information med varandra.

Generellt säger samtliga respondenter att värderingsmetoden ser likadan ut oavsett vilket syfte värderingen har. Däremot finns det stora skillnader i omfattningen av dokumentationen i värderingsutlåtandet, där det framför allt nämns att bankerna ställer högre krav på dokumentation och omfattning i finansieringssyfte.

Gemensamt för alla respondenter är att de lägger vikt vid makroekonomin, dock varierar analysarbetet och bredden av det. En del respondenter begränsas till att se på inflation och räntor medan andra ser på ett internationellt perspektiv gällande exempelvis trender i vissa segment. För de globala bolagen används information från andra kontor och analysteam inom koncernen runt om i världen. Alla respondenter menar att makroekonomin är viktig eftersom värderingarna ska spegla investerarmarknaden.

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Respondenternas svar var samstämmigt kring att de utgår från definitionen av marknadsvärde och värdetidpunkten just nu. Några respondenter uttryckte även att långsiktiga marknadsvärden inte får förekomma och att värdetidpunkten inte får ligga framåt i tiden. Ett fåtal uttryckte dock att långsiktiga marknadsvärden kan förekomma vid arbete med tyska banker som tillämpar denna princip. Vidare nämns att förhandsvärderingar till framtida projekt förekommer för finansieringsändamål med dagens marknadsvärde som utgångspunkt.

5.2.1.2 Värdering i en tunn marknad

Respondenterna har uttryckt svårigheter vid en tunn marknad då få transaktioner går igenom. Några respondenter uttrycker utmaningar kring att få tag tillförlitlig information då transaktionerna genomförs i bolagsform. Utifrån de fåtal transaktioner som görs försöker respondenterna få ut så mycket information som möjligt. Det poängteras att ett brett kontaktnät är en nyckel till att få tillgång till mycket information om de affärer som går igenom. Det uttrycks att de tittar på transaktioner utifrån ett bredare geografiskt perspektiv och även tittar på andra segment inom fastighetsmarknaden. Ett antal respondenter påpekar också att även en affär som inte blir av ger information som indikerar på vad värdet borde vara i nuläget. Enstaka respondenter framförde att det var svårt att få med fastighetsägarna på värdesänkningarna till en början, men många menar att det med tiden varit relativt enkelt eftersom det inte fanns transaktioner som styrkte högre värden och fastighetsägarna har således tvingats acceptera en lägre nivå.

De flesta respondenter tar inte någon hänsyn till börskurser för fastighetsbolagen, eftersom företagets värde på börsen tar hänsyn till flera faktorer än bara de underliggande fastighetsvärdena. Däremot nämner samtliga att börskurserna kan ge en viss indikation på vart marknaden är på väg och trender för specifika segment. Ett fåtal respondenter menar dock att de lägger vikt vid börskurserna och påpekar att värderingarna bör spegla marknaden här och nu. De menar att all information rörande fastighetssidan bör ingå i analysen. Gemensamt för samtliga respondenter är att börskurserna däremot inte får ligga som en av huvudgrunderna för värderingen.

Vid osäkerheter på marknaden uttrycker flertalet respondenter att de skriver någon form av friskrivningsklausul. Fåtalet av respondenterna påpekar att ingen friskrivningsklausul görs och menar att det är upp till kunden att ta in ett osäkerhetsintervall. Något osäkerhetsintervall är samtliga respondenter överens om inte görs och här poängteras att det dessutom inte är tillåtet enligt RICS. Några av de intervjuade berättar att de gör en djupare analys vid större osäkerheter på marknaden. Många påpekar även att det är viktigt att göra kunden uppmärksam på osäkerheterna i dagsläget. Ett antal av respondenterna säger att de försöker förhålla sig neutrala i sin värdering för att kompensera för osäkerheterna, det vill säga att de uttrycker sig något vagt och inte överdriver värdena åt något håll.

Gemensamt för respondenterna är vikten av ett stort kontaktnät inom branschen för att få fram tillförlitlig information. De företag som har en transaktionsavdelning påpekar att mycket information kontrolleras med dessa avdelningar för att säkerställa tillförlitligheten. Någon respondent nämner att ingen skillnad görs på arbetet med att

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

säkerställa tillförlitligheten i informationen mellan en tunn och en normal marknad, medan de flesta menar att detta arbete är viktigare i en tunn marknad. Det nämns även att några respondenter litar mycket på de aktörer som producerat tillförlitlig information sedan tidigare och att de sedan försöker verifiera denna information genom andra källor.

Vid frågan ifall respondenterna någon gång blivit av med ett uppdrag på grund av att de sänkt värderingen är svaren inte lika samstämmiga. En del av respondenterna är säkra på att det inte förekommit medan andra menar att de har de absolut blivit av med uppdrag. Några av intervjupersonerna uttrycker att det är svårt att veta då de inte alltid vet om deras värdering används i slutändan. De flesta av respondenterna poängterar att uppdragsgivarna ofta tar in värderingar från flera olika värderare och väljer därefter den som värderat högst. Både de som blivit av med uppdrag och de som inte blivit det menar att de är tydliga med vilken värdering de ser som korrekt och därför inte korrigerar sina värden utifrån konkurrens.

5.2.1.3 Förbättringspotential kring regleringar i värderarnas regelverk

Under denna del kom respondenterna med många olika förslag där vissa förslag förekom flertalet gånger. Flera av respondenterna ville se tydligare kravställning från bankernas sida. Någon av respondenterna nämner att de vill se att bankerna är beställare av värderingen för att slippa fastighetsägarna som mellanhand och nämner tillvägagångssättet i Tyskland som ett exempel. Bankerna kan således skicka information och ställa frågor direkt till den externa värderaren.

Några av respondenterna nämnde en reglering som skulle innebära hårdare krav på de börsnoterade företagens värderingar gällande om värderingen görs externt eller internt. Där fanns förslag på att hela beståndet måste värderas externt vartannat år och även att företagen ska vara tvungna att redovisa hur stor andel av beståndet som är externt värderat. Dessutom nämndes att krav skulle ställas på att tydligt redovisa vilka externa värderare som använts, vilken andel av beståndet varje extern värderare har värderat och även när värderingen utförts. I förslagen nämndes att dessa kravställningar både skulle kunna komma från banker och Finansinspektionen eller Nasdaq. Det nämndes dessutom en önskan i krav på att redovisa skillnaden i de internt bedömda värdena och externt bedömda värdena med en procentsats.

Några respondenter nämner också att de gärna hade sett en mer utbredd granskning av värderingarna och således värderarna. Denna granskning ska kunna säkerställa att de är korrekt utförda samt att personer med rätt kompetens har utfört värderingen. Det nämns av ett par av respondenterna att det finns krav på att det ska finnas revisorer hos de fastighetsägande bolagen, men inga krav på hur värderingarna ska genomföras. Detta menar respondenterna skapar en lucka hos internvärderingarna i bolagen.

Ett par av respondenterna nämnde att de ville se en gemensam definition på vilka kostnadsposter som ska ingå i driftnettot, där långsiktigt underhåll nämndes som en viktig parameter.

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

De flesta respondenter nämner kravställningar som innebär en förbättring i ökad transparens, där de olika svaren varierar. Några nämner en ökad transparens kring bolagstransaktioner i allmänhet, medan någon nämnde att ett minimikrav på hur mycket en aktör måste kommunicera utåt om affären. Det nämndes också en ökad transparens kring hur bolagen måste redovisa sina värden vid bokslut.

Några respondenter nämner att högre krav bör ställas på rapportformalia för värderingsutlåtandena. De nämner att det finns en överenskommelse mellan Bankföreningen och Samhällsbyggarna på hur en rapport ska se ut men att det oftast görs kortare och förenklade utlåtanden. De menar att krav borde ställas hur dessa värden tas fram och redovisas.

Vidare tyckte ingen av respondenterna att parametrar ska styras från myndighetshåll, eftersom en värdering är en bedömning. Däremot är flertalet öppna för myndighetsregleringar i granskning och redovisningskrav som nämnt ovan.

5.2.1.4 Uppskattad framtidsprognos

Den avslutande frågan till respondenterna var hur deras framtidssyn var på fastighetsmarknaden de kommande åren. De flesta respondenter förutspådde en marknad som först fortsätter att gå ner för att sedan gå uppåt igen. Flertalet nämnde att tron finns på att det under hösten 2023 eller början på år 2024 börjar bli ökade transaktionsvolymerna igen. De nämnde att detta till stor del beror på utvecklingen av räntor och inflationen. Det poängteras även att kapitalet finns, köpare och säljare finns de ska bara mötas. Gemensamt för samtliga respondenter är att de ser ett nytt ränteläge där alla kommer behöva acceptera en högre nivå, där de är enade om att det kommer dröja mycket lång tid innan vi når ett nollränteläge igen, om ens någonsin.

5.2.2 Intervju med banker

I detta avsnitt redovisas en sammanställning av de intervjuer som gjorts med fyra banker som utför värdering för belåning och finansiering på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. Intervjuerna har sin grund i fem övergripande frågor; värderingsmetoder, värdering för belåning, värdering i en tunn marknad, förbättringspotential kring värderarnas regelverk och uppskattad framtidsprognos. Intervjufrågorna i sin helhet presenteras i bilaga 3.

5.2.2.1 Värderingsmetoder

Samtliga banker berättar att de alltid gör egna interna värderingar och metoderna är enhetliga inom företaget, i linje med externa regelverk. Respondenterna berättar att likt en extern värderare använder sig bankerna av en form av kassaflödesmetod med stöd i ortsprisvärdering. Några berättar även att de byggt upp egna system och värderingsnurror som finns integrerade i kreditprocessen. Flertalet berättar även att produktionskostnadsmetoden förekommer i enstaka fall vid specialfastigheter. Det nämns att bankerna oftast har högre värden på underhållskostnaderna än de som sätts av externa värderare. Däremot kommer de ofta fram till samma värdenivåer eftersom bankerna räknar med ett lägre avkastningskrav än de externa värderarna.

5.2.2.2 Värdering för belåning

De flesta av respondenterna säger att de till stor del litar på de värderingar de har fått in, men samtliga respondenter säger att de alltid gör egna värderingar. De poängterar att de alltid har en egen åsikt och det är deras värdering som gäller. Någon nämner även att de utgår från lägsta värdets princip, där de utgår från det lägsta värdet av en extern värderare och deras egen värdering. En av respondenterna säger att de har vissa kravställningar på de externa värderarna, som att de ska vara auktoriserade av Samhällsbyggarna eller RICS. Någon av respondenterna berättar att anmälningar av externa värderare förekommer då de inte anses lämpliga eller utför rena faktafel. Några av respondenterna säger att det sällan görs stora justeringar av de externt värderade fastigheterna. Bankerna justerar inte dessa när de ligger inom en viss felmarginal från bankens egen värdering, så länge det inte beror på rena faktafel.

Flertalet respondenter berättar om kritisk granskning och vikten av att läsa igenom att alla antaganden är rimliga och väl motiverade för att säkra kvaliteten på värderingarna. Någon av respondenterna påpekar dessutom vikten av att kontrollera kundens rëntetalighet när värderingen utförs för kreditgivning. Enstaka av respondenterna säger att de utför kontrollkalkyler för att kvalitetssäkra värderingen.

Samtliga banker poängterar att de är medvetna om att viss kundpåverkan förekommer avsiktligt eller oavsiktligt. I dessa situationer upplevs värderarna vara lite för optimistiska och stå mer på kundens sida. Detta nämner några av respondenterna vara mer tydligt i de fall där det är en stor kund som står för en större del av omsättningen för företaget. Samtliga av respondenterna påpekar att vissa externa värderare är mer tillförlitliga än andra och att det gäller ner på personnivå och inte specifikt för de olika värderingsfirmorna. Någon av respondenterna berättar att de lägger vikt vid att den externa värderaren besitter kunskap och erfarenhet samt har en lokal förankring till den lokala marknaden. Enstaka respondenter nämner att värderarkåren i Sverige är relativt liten och således finns god kunskap om de olika företagen och deras tillvägagångssätt, vilket gör att de ofta vet vad som bör kontrolleras i deras värderingar. Någon av respondenterna nämner också att banken har avtal med de värderingsföretag som de känner stor tilltro till och därför rekommenderar dessa externa värderare till sina kunder.

De flesta av respondenterna poängterar att de utgår från den internationella definitionen av marknadsvärde. Flertalet menar dock att finansieringsriskerna är viktigare för bankerna än marknadsvärdet, där det är viktigt med kundens skuldtäckningstålighet och fastighetens kassaflöde. De poängterar att det är skillnad på marknadsvärdet och finansieringsriskerna, där finansieringsriskerna även pekar på det mest sannolika scenariot långsiktigt.

De flesta av respondenterna menar att de lägger väldigt stor vikt vid makroekonomin i sina värderingar. Där några av bankerna även besitter en avdelning för endast makroanalys där ständig dialog förs. Flertalet nämner även att de ser på trender i övriga Europa, där några även sneglar mot de större ekonomierna så som USA och Kina. De säger dock att den största delen av den makroekonomiska analysen sker på nationell nivå. Respondenterna betonar också vikten av att koppla ihop makroekonomin med

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

mikroekonomin. Någon av respondenterna säger att det är viktigt att tänka på att det finns en fördröjning från de makroekonomiska händelserna till att det påverkar fastighetsmarknaden. Flera respondenter påpekar dessutom att värderingarna ska spegla marknaden och investerarnas synsätt, vilket gör makroekonomin viktig.

5.2.2.3 Värdering i en tunn marknad

Flertalet av respondenterna berättar att de försöker få så mycket information som möjligt från de få transaktioner som görs. Någon berättar att de har dialog och samtal med fastighetsägarna samt konsulter och nämner även att potentiella köpare kontaktas, allt för att få mer information om transaktionen. Någon av respondenterna påpekar svårigheter i en tunn marknad och undersöker tidigare transaktioner och jämförelseobjekt bak i tiden. Respondenterna berättar att de har en ansvarsfriskrivning som påpekar att dessa transaktioner inte speglar marknaden idag och menar att det är upp till läsaren av värdeutlåtanden att korrigera ifall värdena gått ner eller upp. Någon av de intervjuade säger att de jobbar med osäkerhetsintervall för att sända signaler till den som tar kreditbeslutet. Den intervjuade poängterar att osäkerhetsintervallen är baserade på varje enskild fastighet och inte generellt. Fåtalet uttrycker även att de tar hänsyn till makroekonomiska faktorer, speciellt vid en tunnare marknad.

De flesta av respondenter nämner att de sneglar på börskurser för de noterade fastighetsbolagen men lägger ingen större vikt vid det i värderingen och ser det mer som en indikator. Någon av respondenterna ser börskurserna som en värdemätare och kan på så sätt föra en diskussion med fastighetsägare. Fåtalet av respondenterna lämnar det helt och påpekar att börskurserna innefattar mer än endast de underliggande fastighetsvärdena och kan därför inte ligga till grund för ett värdeutlåtande. Någon av respondenterna nämner att börskurser kan spela in för att få en grundläggande bild av kunden, men inte för fastighetsvärderingen.

Flertalet av intervjupersonerna nämner att riskanalysen görs noggrannare i en tunnare marknad. De flesta nämner även att de gör egna stresstester och poängterar att grunden ligger i EU-direktiv. Någon av respondenterna nämner att de kategoriserar in sina kunder i olika riskklasser. En annan respondent berättar att de använder sig av ett skuldtäckningstålighets-verktyg och analyserar kunden samt styr sin kreditgivning utifrån det. Flera av respondenterna säger att det som märks mest i osäkra tider är en lägre belåningsgrad av bankerna till deras kunder.

Flertalet nämner att de gör egna analyser för om vad de förutspår på fastighetsmarknaden i framtiden.

5.2.2.4 Förbättringspotential kring regleringar i värderarnas regelverk

De flesta respondenter nämner att förbättringar bör göras i regelverken kring hur hållbarhetsaspekter ska reflekteras i fastighetsvärderingarna. Några av respondenterna menar att det ofta finns en friskrivning från hållbarhet från de externa värderarna, vilket de gärna hade sett en ändring på. Några aspekter som nämns att ta hänsyn till är översvämningsrisker, föroreningar/miljöskador och energiklasser. Någon av respondenterna menar däremot att hållbarhet och ESG är svårt att reflektera i

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

fastighetsvärdena och i stället bör vägas in i kreditupplägget. Respondenten menar att hållbarhet snarare kommer att bli ett krav från hyresgästerna framöver och att branschen i stort måste ta fram riktlinjer för detta, förslagsvis från Samhällsbyggarna.

Några respondenter pekar på en förbättring för tydligare redovisning av faktabaserade siffror och större identifiering av underhåll samt risk. För att hantera detta menar någon av respondenterna att ett regelverk från Finansinspektionen skulle kunna förhindra antalet tolkningsmöjligheter och skulle således vara önskvärt för att få mer enhetliga värderingar. Några av respondenterna menar däremot att värderingar bör spegla marknaden och inte vara allt för reglerat. Det nämns dock att det bör ställas högre krav på ortsprismaterialet och vilka referensobjekt som ingår i värderingen vid antagandet av olika parametrar.

För att öka tillförlitligheten i värderingarna berättar någon av respondenterna om EBA och deras standarder som ska följas. Respondenten poängterar vikten av att det inte ska finnas partsförhållanden mellan värderare och fastighetsägaren samt att värderaren inte varit involverad i transaktionen. Den menar dock att det kan vara svårt att säkerställa att det verkligen följs. Någon respondent säger att de vill se banken som beställare av värderingarna för att på så sätt undvika kundpåverkan.

De flesta respondenter tycker att de svenska regelverk som finns gällande fastighetsvärderingar är tillräckliga och att det inte är önskvärt med mer myndighetsstyrning kring dessa. Gällande långsiktiga marknadsvärden finns det enligt flera av respondenterna tankar från EU-håll att frångå marknadsvärdet och redovisa två värden, marknadsvärde och property/prudent value. Detta innebär då att property/prudent value redovisar ett mer långsiktigt värde, vilket respondenterna har delade meningar kring. Några respondenter tycker att ett långsiktigt värde inte bör användas eftersom framtiden är svår att förutse och därför inte är aktuellt vid värdetidpunkten, medan några respondenter är positiva till ett långsiktigt värde i belåningssyfte. Någon respondent ser Tysklands ”mortgage lending value” som ett bra alternativ, där de använder genomsnittliga historiska värden vilket leder till mindre volatilitet och ger en bättre bild för den långsiktiga finansieringen. Någon respondent nämner däremot att skuldtäckningstålighet är ett bättre verktyg än att införa ett nytt värdebegrepp.

5.2.2.5 Uppskattad framtidsprognos

Flertalet av respondenterna förutspår en nedgång i fastighetspriser de kommande åren och tror därefter på en uppgång i takt med att inflation och räntor stabiliseras. Några respondenter tror att transaktionsvolymerna kommer att öka i början av år 2024. Några poängterar att kapitalet och köp- och säljviljan finns, men att marknaden inväntar en stabilitet i ränteläget för att kunna mötas på samma risknivåer. Någon respondent påpekar också att det som kommer vara avgörande framöver är de stora obligationsförfallen som ska refinansieras under den närmsta tiden. Samtliga respondenter ser fortsatta nedskrivningar av fastighetsvärden, men att inga stora ras kommer att ske. Några nämner dessutom att segmenten kommer att skilja sig åt i återhämtning av värden, där detaljhandel och kontor i sämre lägen förutspås uppleva en svårare framtid.

6 Analys

I detta avsnitt analyseras resultatet från de data som studerats samt de intervjuer som bedrivits. Resultatet analyseras utifrån de frågeställningar som arbetet har sin grund i.

6.1 Utveckling av fastighetsvärden och substansvärden

De tabeller som presenterats i resultatet ger utrymme för analys. Från år 2020 till 2021 ökade samtliga av de undersökta fastighetsbolagens underliggande fastighetsvärden. De redovisade värdena är relativt oförändrade från år 2021 till 2022, där endast fyra fastighetsbolag redovisade ett lägre värde år 2022. Detta är förvånande med tanke på höjda räntor som för med sig en minskad transaktionsvilja, vilket borde tyda på att fastighetsvärdena borde sjunkit i en större utsträckning. Något som är intressant är att nästan samtliga bolag har fått en kraftig förändring i substansrabatt/-premie, där de flesta fastighetsbolagen vid årsskiftet 2022–2023 handlades till stora rabatter eftersom i princip samtliga börskurser har sjunkit under samma period. Under åren 2020 till 2021 handlades majoriteten av bolagen i stället till en substanspremie. Vad som är viktigt att ta i beaktning när dessa siffror studeras är att börskurserna påverkas av flera faktorer. Framför allt är börskurserna en estimering av marknaden och värderar ofta bolagen längre fram i tiden, samtidigt som de utöver fastighetsvärdena påverkas av bolagsstyrning, bolagets finansiella ställning och rykten. Därav är också börskurserna mycket mer volatila än substansvärdena. Substansvärdena kan också förändras snabbt utan att de underliggande fastighetsvärdena ändrats nämnvärt, genom exempelvis nyemissioner som genom en utspädning av antalet aktier bidrar till ett lägre substansvärde. Det är dock anmärkningsvärt att det skett sådana kraftiga förändringar i substansrabatterna och substanspremierna, eftersom det borde antyda att fastighetsvärdena bör korrigeras ner mer än vad de gjort. Med tanke på att börskurserna ofta värderar bolagen längre fram i tiden bör vi också kunna förvänta oss en större nedgång i fastighetsvärden längre fram än vad vi hittills fått se.

Generellt för respondenterna förutspås framtiden på fastighetsmarknaden ha en nedåtgående trend den närmsta tiden. Det finns fortfarande förhoppningar hos flertalet respondenter på en uppgång till hösten år 2023 eller början av år 2024. Det finns en tro på att transaktionsvolymerna antas öka i början av år 2024, där inflationen och räntorna anses som avgörande faktorer som påverkar denna utveckling. En analys är att kapitalet, köp- och säljvilja finns, men där parterna måste mötas på en nivå där båda kan känna sig någorlunda tillfreds. Denna period kan liknas vid finanskrisen 2008, när de finansiellt stabila fastighetsägarna inte ville sälja till lägre priser. Något som också kan påverka och vara avgörande för framtiden är de stora obligationsförfallen som behöver refinansieras under den närmaste tiden. Detta kommer att innebära utmaningar för bankerna, som står inför stora omstruktureringar i finansiering för fastighetsbolagen. Det är svårt att förutspå framtiden, men att en ny yieldnivå lär behöva accepteras är flera överens om och ett nollränteläge är inte att tala om inom snar framtid.

Att nedgångar kommer att ske på fastighetsmarknaden är i princip samtliga överens om, men det förutspås att vissa segment kommer gå en svårare återhämtningstid till

mötes. En uppfattning är att detaljhandel kommer att få det tufft med dagens inflation och minskad köpkraft. Även kontor i sämre lägen förutspås få en tuffare framtid. Detta kan antas bero på pandemins ökade distansarbete och de efterfrågade kontorsytorna har därför uppnått större vakanser än förutspått. I takt med att distansarbete blir mer vanligt, behöver inte hyresgästerna samma yta och följaktligen blir vakanserna för kontorslokaler högre.

6.2 Värdering i tunn marknad

6.2.1 Värderingsmetoder

Samtliga av respondenterna nämner att de använder någon form av kassaflödesmetod med stöd av ortsprisvärdering och i enstaka fall även produktionskostnadsmetoden. Alltså är de metoder som används samstämmiga och det är de ingående värdena på de olika parametrarna som varierar. En möjlig analys att dra är skillnaden mellan företag med eller utan en egen transaktionsavdelning. För de företag med en transaktionsavdelning sker informationsutbyte och således ges kontinuerlig information angående parametrar som avspeglar den aktuella marknaden, så länge dessa parametrar inte är specifika för en enskild affär där de är inblandade. Utifrån intervjuer med bankerna tenderar värderarna att ha något lägre kostnadsposter i jämförelse med bankerna. I slutändan brukar det resultera i ungefär samma värdenivåer för externa värderare och banker, där detta antas bero på att bankerna räknar med ett lägre avkastningskrav än vad de externa värderarna gör.

6.2.2 Informationsutbyte mellan värderingsfirmor

Det nämns att informationsutbyte sker värderingsfirmor emellan och de etablerade firmorna har en mötesgrupp, där de kontinuerligt diskuterar olika parametrar. På så sätt kan de vara samstämmiga gällande exempelvis inflationsantaganden. Detta drabbar således de mindre etablerade företagen som saknar denna informationskälla. I övrigt är det en konkurrenssituation mellan värderingsfirmorna, där ett stort kontaktnät inom branschen påstås vara en stor fördel.

6.2.3 Värdering för belåning

Nästan alla av bankernas respondenter menar att de litar på värderingarna som de har fått in av externa värderare, men att de alltid gör sina egna värderingar. Med tanke på att värderingarna kan skilja sig mycket åt från företag till företag, men även från individ till individ, bör det mest rimliga vara att bankerna alltid gör sina egna värderingar. Det innebär att de kan säkerställa att alla fastighetsvärderingar som utförs är likvärdiga, vilket blir en trygghet och kvalitetssäkring för banken själv. Någon respondent nämner även att de utgår ifrån det lägsta värdets princip, vilket kan fungera som en säkerhet för banken när de ska bevilja finansiering. Med tanke på att bankerna tar beslut kring finansiering utifrån fastighetsvärderingarna bör också högre krav ställas på dessa värderingar än inför exempelvis en investering. Det är således fullt rimligt att bankerna omfattas av ett större och mer omfattande regelverk samt en högre kravbild än de externa värderarna.

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Vid en fastighetsvärdering i belåningssyfte blir det också än viktigare att utföra en kritisk granskning av de värderingar som ligger till grund för en finansiering. De antaganden som gjorts måste vara väl motiverade och den fakta som ligger bakom de siffror som använts i kalkylen måste granskas väl, eftersom en felaktig värdering kan få stora konsekvenser för återbetalningskraften. En noggrann kontroll av kundens räntetalighet bör därför vara ett viktigt komplement till fastighetsvärderingen, framför allt i osäkra tider med ett fluktuerande ränteläge. Några av bankerna nämner att de använder skuldtäckningstalighet som ett verktyg för att säkerställa återbetalningskraften hos kunden.

Respondenterna från bankerna är samtliga överens och är medvetna om att kundpåverkan förekommer på värderingarna som de får in. Uppfattningen av detta är att det framför allt märks i de fall där kunden står för en större del av företagets omsättning. Flera respondenter menar också att kundpåverkan är tydligare för de mindre etablerade företagen. Detta kan också påverka bankens syn på värderingarna, vilket kan vara problematiskt, eftersom det kan skapa en ännu större klyfta mellan de större och mindre företagen. Om bankerna alltid rekommenderar de större företagens tjänster för en extern värdering, eftersom de anses mer pålitliga, bidrar detta till att de större företagen blir ännu större. Det kan göra att konkurrensen blir hotad på så sätt att endast ett fåtal företag tävlar om uppdragen. Någon respondent nämner att det finns avtal mellan banker och värderingsfirmor där banker rekommenderar de externa värderarna till sina kunder, som eventuellt bidrar till en rubbad konkurrenssituation.

6.2.4 Värderingens utformning

Gällande värderingarnas utformning beroende värderingens syfte, menar samtliga att det inte resulterar i någon skillnad på själva värdet. Däremot finns det skillnader i hur stor omfattningen och dokumentationen av värdeutlåtandet är. Det finns tydliga regelverk och standarder för hur en värdering ska utföras, men gällande hur utförlig dokumentationen ska vara anses det inte finnas lika tydliga ramar. Många gånger antas uppdragsgivarna endast vara intresserade av att läsa värdet i värderingsutlåtandet, utan att lägga vikt vid de olika antaganden som görs. Detta förutspås gälla främst vid bokslutsvärdering. Detta kan jämföras med värderingar som ska ligga till grund för bankens kreditgivning, där det ställs högre krav på värdeutlåtandet. Vår uppfattning är att många värderare vill spara tid och resurser genom att undvika utförliga och långa dokumentationer i de fall det känns överflödigt. Vår tolkning är att vid bokslutsvärdering har de olika antagandena inte samma genomslagskraft som vid värdering i finansieringssyfte.

6.2.5 Makroekonomins påverkan

Samtliga respondenter lägger vikt vid makroekonomin, där några lägger större vikt än andra. Några av respondenterna begränsar sig till att endast analysera inflation och räntor. Flera av respondenterna säger att de främst analyserar makroekonomin på nationell nivå, medan andra även gärna tittar på ett större internationellt plan. En skillnad är att de större internationella företagen även får information från andra kontor inom koncernen runt om i världen och analyserar de trender som sker där. Detta är svårt för ett mindre företag då de saknar detta breda perspektiv. På grund av detta kan de

större företagen vara mer förbereda på svängningar på marknaden, till skillnad från de företag som saknar det utländska perspektivet. Det kan antas att en stor anledning till att hålla sig uppdaterad gällande makroekonomin är för att förstå sig på investerarmarknaden. Någon respondent påpekar även att det är viktigt att förstå att det finns en fördröjning mellan makroekonomiska händelser och utfall på fastighetsmarknaden.

6.2.6 Användandet av marknadsvärde

Samtliga respondenter är samstämmiga kring att de utgår ifrån den strikta definitionen av marknadsvärdet, som refererar till värdetidpunkten här och nu. Ibland kan däremot förhandsvärderingar gällande framtida projekt utföras, dock med utgångspunkt vad värdet hade varit idag. Med andra ord är synen över hur marknadsvärde bör användas samstämmigt inom branschen. Det förekommer dock indikationer från någon av bankerna att de hade velat se ett långsiktigt marknadsvärde, något som har diskuterats och används i andra delar av Europa. En nackdel med de långsiktiga marknadsvärdena är att det är svårt att förutspå framtiden och att man oavsett måste utgå från dagens värdenivåer. Utifrån kreditgivning och bankers säkerhet i fastigheten kan det finnas en möjlig fördel att försöka förutspå hur fastighetsvärdena förändras över tid.

Vid värdering för belåningsändamål menar samtliga banker att de utgår strikt från den internationella definitionen av marknadsvärdet. Även om samtliga är överens om att detta värde är det som gäller, så analyseras dessutom fastighetens kassaflöde och kundens skuldtäckningstålighet för att identifiera de finansieringsrisker som finns. Detta ger en mer långsiktig bild av hur kunden klarar av finansieringen, utan att påverka värderingen av fastighetens marknadsvärde. Däremot bygger värderingarna i stort på prognoser och troliga framtidsutsikter, eftersom metoden bygger på framtida kassaflöden. Därav är det aktuella marknadsvärdet påverkat av de prognoser som görs av inflation, räntor och hyresnivåer.

6.2.7 Informationsinsamling

Värdering i en tunn marknad har sina svårigheter då transaktionsunderlaget är mindre. Flertalet respondenter beskriver utmaningar att få tag på tillförlitlig information vid försäljningar i bolagsform. För att få tag på så tillförlitlig information som möjligt anses ett brett kontaktnät vara en av nycklarna, där även ett eget transaktionsteam på företaget nämns som en fördel. Företagets egna transaktionsteam kontrollerar och säkerställer ofta tillförlitligheten i informationen genom sitt stora kontaktnät. Vissa banker kontaktar även fastighetsägare och potentiella köpare för att få fram information, något som vi tror är möjligt eftersom det inte finns något partsförhållande. Informationsinsamlingen i de fåtalet transaktioner som sker, specifikt bolagsform, anses vara mer resurskrävande för de mindre företagen än de större företagen. Det kan bland annat bero på att större företagen är inblandade i fler affärer och kan skaffa sig mer aktuell och tillförlitlig information den vägen. För att skapa sig ett bra underlag till värderingen har värderarna behövt undersöka referensobjekt över ett större geografiskt område och även transaktioner som skett längre tillbaka i tiden än vad som krävs i en normal marknad. Flertalet har även nämnt att indikationer från andra segment används

för att bilda sig en bättre uppfattning. Det kan även poängteras att en icke-genomförd transaktion ger information och kan indikera på var värdet borde ligga i nuläget.

De flesta respondenter poängterar, precis som för informationsinsamlingen, vikten av ett brett kontaktnät för att kunna säkerställa tillförlitlig information. Som tidigare nämnts anses ett eget transaktionsteam inom företaget också vara en fördel, där transaktionsteamet är en källa som kan kontrollera och säkerställa tillförlitligheten i informationen. Oavsett om det råder osäkra tider eller inte, nämner några respondenter fortsatt tilltro i de aktörer som bidragit med tillförlitlig information tidigare. De understryker att de samtidigt försöker verifiera informationen även från andra källor. De flesta menar på att det är viktigare att säkerställa tillförlitligheten av informationen i en tunn marknad, eftersom ett mindre underlag ställer högre krav på att den tillgängliga informationen är korrekt.

6.2.8 Rådande osäkerhet på marknaden

Osäkerhetsintervall är något som differentierar respondenterna, där vissa menar att detta inte får ingå i värderingen medan andra nämner att det förekommer och används. De som använder osäkerhetsintervall menar att det är upp till läsaren att skapa sig en uppfattning om värderingen, där osäkerhetsintervall kan vara till hjälp. Detta kan skapa viss förvirring hos kunderna om vissa använder det och andra inte. De som inte använder det har påpekat att en ansvarsfriskrivning ofta förekommer, som indikerar att marknaden kan vara något osäker. En uppfattning är att osäkerhetsintervallet är något som inte borde förekomma och att det fortfarande är upp till läsaren att bilda sig en uppfattning. Ett värdeutlåtande bör endast innehålla ett värde, men genom bland annat en marknadsanalys kan läsaren hjälpas att tolka detta.

Flera respondenter nämnde att de inte har haft några svårigheter med att få med fastighetsägarna på sänkta värden. Vår uppfattning är att detta beror på att det saknats transaktioner som tyder på motsatsen. Bevisbördan ligger således på kunden att påvisa att värdena inte gått ner.

6.3 Värdesänkningar utan styrkande köp

6.3.1 Börskurser

Börskurser kan ge en viss indikation på vart marknaden är på väg men flertalet respondenter berättar att ingen större vikt läggs vid dessa under värderingsutlåtandet. Det beror främst på att börskurserna väger in flera andra faktorer än endast de underliggande fastighetsvärdena. Några menar att fastighetsvärderingarna ska följa den aktuella marknaden, medan börskurserna ofta reagerar på framtidstro. Några respondenter säger att all information de kan ta del av från fastighetssidan bör tas in i analysen och följaktligen även börskurserna. Med börskurserna som en indikation av vart värdena är på väg, kan en övergripande bild av fastighetssegmenten och även en specifik kund ges med hjälp av dessa. En diskussion med kunden kan även tas kring värdeutvecklingen med hänvisning till fallande börskurser. Vi håller med om att börskurserna inte får ligga till huvudgrund för fastighetsvärderingen. Däremot ser vi börskurser som ett bra indikationsmässigt verktyg vid en tunn marknad och få

transaktioner. Likheter finns med den finansiella krisen år 1990 där fastighetsbolagens börskurser dök, trots att de redovisade värdena inte sjönk till en början.

6.3.2 Riskanalys

De riskanalyser som görs anses vara något noggrannare i en tunnare marknad. Det läggs mer tid på att analysera kunden, där bankerna bland annat kategoriserar kunderna i olika riskklasser. Bankerna har även under denna tid uttryckt att det märks att det är osäkra tider genom de erbjuder en lägre belåningsgrad till deras kunder. Flera av de externa värderarna agerar i dessa osäkra tider mer med någon form av friskrivningsklausul, men poängterar att osäkerhetsintervall inte förekommer då det är förbjudet enligt RICS. Några av bankerna använder däremot osäkerhetsintervall internt för att upplysa om osäkerheten till den som tar kreditbeslutet. Specifikt i osäkra tider är vår uppfattning att värderarna inte vill överdriva åt något håll och vara neutrala i värderingen, vilket kan leda till att de uttrycker sig vagt i värderutlåtanden. Vi anser att det fortsatt är värderarens uppgift att göra kunden uppmärksam på den större osäkerheten som finns på marknaden.

6.3.3 Förlorade uppdrag

Några respondenter menar att de blivit av med uppdrag för att de sänkt värderingen, medan andra respondenter menar att det aldrig skett. En analys är att många uppdragsgivare väljer att beställa värdeutlåtanden från flera externa värderare och därefter väljer den som värderat högst. Detta innebär att det kan vara svårt att avgöra om den externa värderarens utlåtande verkligen är det som används i slutändan. Det skulle kunna innebära att de mindre etablerade företagen lägger sig något högre i sina värderingar för att få fler och återkommande kunder. Det framkommer framför allt av några etablerade aktörer att de är bekväma med sina värderingar och att en korrigering av värden inte anses nödvändigt ur en konkurrensaspekt.

6.4 Förbättringspotential kring värderarnas regelverk

6.4.1 Det svenska regelverket

I stort verkar de flesta respondenter nöjda med de svenska regelverk som finns idag gällande fastighetsvärderingar. Ett vanligt förekommande svar är att de inte vill att värderingarna ska vara för reglerade, eftersom värderingen ska vara en bedömning. Det finns dock förbättringspotential i vissa delar av regelverket, som skulle kunna göra branschen mer enhetlig. För att ha möjlighet att göra värderingarna mer enhetliga krävs dock ett mer styrande regelverk, som inte lämnar utrymme för egna tolkningar. Detta går därmed något emot vad den initiala inställningen verkar vara till ett hårdare regelverk, där det trots allt finns utrymme för förbättring. För att minska tolkningsutrymmet och göra värderingarna mer enhetliga borde således ett mer utarbetat regelverk arbetas fram, som sätter hårdare krav på motiveringen av ortsprismaterial och referensobjekt som används. Även vad som ska ingå i de olika posterna i beräkningen, som exempelvis vilka kostnadsposter som ingår i kostnaderna, skulle kunna regleras. Här finns förslag på att denna kravställning kan komma från exempelvis Finansinspektionen. Genom detta skulle en tydligare mall för värderingen finnas, utan att de ingående parametrarna styrs på detaljnivå. Önskemål om en ökad

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

transparens kring transaktioner, framför allt genom bolagsform, finns bland många respondenter. Ett förslag till förbättring av detta är ett regelverk som styr minimikraven för vad ett bolag måste kommunicera offentligt kring transaktionen. Detta tror vi skulle kunna minska klyftan mellan de mer etablerade värderingsföretagen och de mindre. Detta beror på att de mindre etablerade företagen har mindre resurser att införskaffa sig denna information på andra sätt.

6.4.2 Beställning av värdering

Ett förslag från både de externa värderarna och bankerna var att bankerna ska agera beställare av de värderingar som görs i finansieringssyfte. Genom en sådan lösning skulle följaktligen fastighetsägarna kopplas bort från denna process och underlätta kommunikationen mellan bank och extern värderare. En annan följd av detta är att det dessutom skulle kunna ha positiva effekter på kundpåverkan, då det inte förekommer någon påtryckning från fastighetsägaren på den externa värderaren. Bankerna skulle således kunna ställa högre krav på värderingarna. Detta är något som används i Tyskland och skulle även kunna vara lämpligt att implementera i Sverige.

6.4.3 Redovisning och bokslutsvärderingar

Vid bokslut och redovisning finns det stor förbättringspotential kring reglerna för värdering. Vi anser att det är tydligt att regelverket kring dessa är alldeles för vagt, eftersom bolagen själva bestämmer hur deras fastigheter ska värderas. Här borde Finansinspektionen eller Nasdaq ställa högre krav på de börsnoterade fastighetsbolagen, för att öka transparensen i presentationen av de underliggande fastighetsvärdena. Det är även något som kan regleras i regelverken för bokföring, som exempelvis IFRS. Ett förslag som vi anser rimligt är ett krav på att hela fastighetsbeståndet måste externvärderas, förslagsvis vartannat eller vart tredje år. Under den period som hela beståndet inte värderas externt, bör dessutom krav finnas på redovisningen av hur stor del av beståndet som värderats externt. Krav borde även finnas på redovisning av vilka som utfört värderingarna, vilken andel av beståndet dessa har värderat, när värderingen utförts och hur mycket de externa värderingarna skiljer sig ifrån de interna. Det finns idag inget krav på detta i IFRS regler för redovisning. Med ett regelverk som ställer dessa krav på företagets redovisning skulle objektiviteten och transparensen kring fastighetsvärderingarna öka. Det skulle således ställas högre krav på de värderingar som utförs internt, eftersom de även hade behövt jämföras med de externa värderingarna. Ett sådant regelverk bör också kombineras med en hårdare och mer utbredd granskning av värderingarna och följaktligen värderarna. På detta sätt hade en högre kvalitetssäkring uppnåtts.

6.4.4 Hållbarhet

Flera av bankerna nämnde hållbarhetsfrågor och ESG i värderingarna som en möjlig förbättringspotential. De skulle generellt vilja se en ändring på den friskrivning från hållbarhetsaspekter som ofta sker från externa värderare, eftersom de menar att det bör reflekteras i fastighetsvärdena. Det är däremot svårt att säga i vilken utsträckning detta bör inkluderas, eftersom exempelvis en energiklass på byggnaden ofta reflekteras i driftkostnaderna. Däremot är långsiktiga hållbarhetsrisker så som översvämningsrisker och föroreningar/miljöskador något som borde påverka värdet,

eftersom det någon gång kommer att innebära en större kostnad. Vi tolkar det som att bankerna gärna inkluderar dessa risker i fastighetsvärdet, medan det inte görs från de externa värderarna. Detta påverkar också bankerna mer, eftersom de står för risken vid en finansiering. Hållbarhet kommer nog också, precis som en av respondenterna nämner, bli någon form av krav från de flesta hyresgäster och därmed reflekteras i vakansrisken. Det bör därför bli en diskussion för hela branschen, som kan mynna ut i riktlinjer från exempelvis Samhällsbyggarna.

6.4.5 Långsiktigt marknadsvärde

Respondenterna är generellt emot en ändring av definitionen utav marknadsvärde och användandet av denna. De menar således att de inte skulle vilja se en användning av ett mer långsiktigt marknadsvärde. Det finns tankar från andra delar av Europa att börja använda ytterligare ett värde utöver marknadsvärdet, som således skulle redovisa ett mer långsiktigt värde. Även om de flesta respondenter verkar vara emot detta, eftersom marknadsvärdet är det som är aktuellt, behöver detta inte enbart vara något negativt. Tysklands användning av ”mortgage lending value”, som nämns av någon respondent, ger en mindre volatil bild av värdet långsiktigt och borde därför ge en bra indikation för den långsiktiga finansieringen. Ett sådant värde skulle kunna användas parallellt med marknadsvärdet, som en jämförelse mellan det aktuella värdet och hur stor säkerhet bankerna kan förvänta sig att fastigheten kommer täcka. Ett möjligt krav är att exempelvis skuldtäckningståligheten hos fastighetsägaren skulle kunna inkluderas i fastighetsvärderingen för finansieringssyfte. Detta skulle därför kunna komplettera marknadsvärdet, för att undvika ett införande av ett nytt värdebegrepp samtidigt som det skulle ge en mer heltäckande bild.

7 Slutsats

1. *Hur har substansrabatten/-premien förändrats för fastighetsbolagen under de senaste tre åren? Värderas fastigheter annorlunda i balansräkningen efter en tid med osäkerhet på marknaden?*

De underliggande fastighetsvärdena steg mellan åren 2020 och 2021 för samtliga studerade fastighetsbolag, vilket påverkade substansrabatten och substanspremien. Majoriteten av fastighetsbolagen handlades då till en substanspremie, där förändringen i dessa visar på en tydlig trend. För de bolag som handlades till en substansrabatt minskade rabatten eller övergick till en substanspremie, medan de bolag som redan handlades till en substanspremie fick en ännu större premie än tidigare.

Under året 2022, efter en tid med stor osäkerhet på marknaden, handlades i stället nästan samtliga bolag till en substansrabatt till följd av kraftiga nedgångar i börskurser. Under samma tid var de underliggande fastighetsvärdena i stort sett oförändrade, där de till och med steg för de flesta fastighetsbolagen från 2021. Detta är anmärkningsvärt och bör indikera på att fastighetsvärdena bör ha skrivits ned mer och samtidigt indikerar detta på en förväntad nedgång i fastighetsvärden under den närmsta tiden.

2. *Hur utför värderare inom fastighetsbranschen sina värderingar vid tunnare marknader med färre transaktioner och sämre tillgång till information?*

Metodiken i värderingen och utformningen av värderingsutlåtandet är densamma oberoende av en tunnare marknad eller inte. Samtliga respondenter nämner att en kassaflödesmetod med stöd av ortsprisvärdering används, några har även skapat egna värderingssnurror.

Vid en marknad med sämre tillgång till information krävs en noggrannare analys av de fåtal transaktioner som görs och aktörerna försöker få tillgång till så mycket information om affären som möjligt. En överblick på ett bredare geografiskt område, transaktioner längre tillbaka i tiden och även en inblick i trender för andra segment har nämnts vara mer nödvändigt i en tunnare marknad. Att ha en egen transaktionsavdelning på företaget anses även vara en nyckel då dessa ofta arbetar närmare den aktuella marknaden och de inblandade aktörerna. Det sker ett informationsutbyte mellan värderingsfirmor där framför allt inflations- och ränteantaganden diskuteras. De mer etablerade företagen uppger att de har en mötesgrupp som träffas kontinuerligt för att kunna vara samstämmiga kring dessa parametrar. En stor del av informationen kring genomförda transaktioner diskuteras däremot inte till följd av den konkurrenssituation som råder.

Det har även nämnts vid avsaknad av information att makroekonomin kan ge viss indikation och även påverka värderingsutlåtandena till viss grad. Det sker oftast en eftersläpning mellan makroekonomiska händelserna och fastighetsmarknaden, vilket innebär att dessa händelser kan ge en indikation på hur fastighetsmarknaden kommer påverkas längre fram. De mer etablerade aktörerna har oftast möjlighet att få information från andra länder inom sin organisation, vilket gör att de kan uppfatta

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

exempelvis trender inom vissa segment tidigare än de mindre etablerade aktörerna. Dock är samtliga respondenter överens om att ett värderingsutlåtande inte får ha makroekonomi som enda grund för värderingen.

Många av de större värderingsfirmorna är inblandade i flertalet av de få transaktioner som genomförs och har därmed ett informationsövertag jämfört med de mindre etablerade firmorna. Ett brett kontaktnät inom branschen är viktigt oavsett storlek på företaget för att få tag på information. Dock ställer ett mindre underlag av information ett högre krav på att den tillgängliga informationen är korrekt.

- 3. Hur utgår banktjänstemän från värderingsunderlaget vid tunnare marknader och granskas fastighetsvärderingarna noggrannare under en sådan tid hos kreditgivarna?*

Bankerna menar att de alltid utför en egen värdering oavsett om det är en tunn marknad och vem de får in värderingen av. De litar för det mesta på de värderingar de får in, genom en egen värdering kan kvaliteten och enhetligheten säkerställas. Bankernas värderingar omfattas av ett större och hårdare regelverk, vilket är nödvändigt i ett finansieringssyfte, framför allt i en tunnare marknad.

En kritisk granskning av fastighetsvärdering är viktigt vid finansiering, eftersom felaktigheter i underlaget kan få stora konsekvenser på bankens säkerhet i objektet. Ett flertal banker använder sig av räntetäckningstålighet som ett verktyg för att säkerställa fastighetsägarens återbetalningskraft. Samtliga banker uppger att fastighetsvärderingarna granskas noggrannare och att en noggrannare analys av underlaget görs under en tunnare marknad, eftersom högre krav då behöver ställas på den information som ligger till grund för värderingen.

- 4. Hur hanteras problematiken när det finns anledning att tro att värdena gått ner, utan köp som styrker detta? Tas någon hänsyn till börskurser i detta fall?*

Börskurserna för de noterade fastighetsbolagen nämns kan ge en viss indikation på vart värdena på marknaden är på väg och borde ligga. En diskussion med kunder kan även föras med hänvisning till fallande börskurser. Det är fler faktorer som spelar in i börskurserna än endast de underliggande fastighetsvärdena och kan därför endast ge en viss indikation på värdena. Några respondenter menar dock att all information rörande fastighetssidan bör tas hänsyn till i sin analys. Samtliga respondenter är överens om att börskurserna inte får ligga till huvudgrund för en värdering.

Bankerna hanterar problematiken genom att utföra sina riskanalyser noggrannare, där mer tid läggs på att analysera kunden under en tunn marknad. Bankerna märker framför allt under osäkra marknadsförhållanden att de korrigerar sin belåningsgrad. Några banker använder osäkerhetsintervall internt för att upplysa den som tar kreditbeslutet om osäkerheter gällande den specifika fastigheten.

De externa fastighetsvärderarna använder inte något osäkerhetsintervall i sina värderingar, eftersom detta inte är tillåtet enligt RICS. Några menar däremot att de vet

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

om att det förekommer från andra håll. I stället används ofta en friskrivningsklausul i värderingsutlåtandet, som upplyser beställaren om att det finns en osäkerhet på marknaden just nu.

Till en början upplevdes svårigheter att få med fastighetsägarna på sänkta värden. Eftersom det heller inte funnits transaktioner som antytt på motsatsen har de däremot varit tvungna att acceptera en lägre nivå. Flera värderare menar att de förlorat uppdrag under denna tid, då de har stått fast vid lägre värden. Många beställare tar in värderingar från flera olika värderingsfirmor för att sedan välja den högsta värderingen. De mindre etablerade företagen kan därför ha en tendens att höja sina värderingar för att få fler kunder och uppdrag. Det kan dessutom vara svårare för en mindre etablerad aktör att stå fast vid lägre värden. Om kunden står för en stor del av företagets omsättning, kan det dessutom vara svårt för aktörerna att stå fast vid de lägre värdena.

5. Finns det något i regelverket kring fastighetsvärderingar som skulle kunna förbättra branschen?

Bankerna vill ställa högre krav på att hållbarhet tas med i värderingarna och att värderarkåren inte längre kan friskriva sig helt från detta. I dagsläget lägger bankerna stor vikt vid den risk och potentiella framtida kostnad som kan uppstå till följd av miljö- och hållbarhetsskador, vilket de externa värderarna oftast inte väger in i sin bedömning.

Flertalet respondenter vill även se att det svenska regelverket till värderingar stramas åt och minskar dess tolkningsmöjligheter. Genom bland annat regleringar av vilka poster som ska ingå i värderingen och vilken typ av referensobjekt som används kan tolkningsutrymmet minskas. Det anses även finnas ett behov av att de externa värderarna och värderingsutlåtanden granskas hårdare. För att undvika partsförhållanden mellan värderaren och uppdragsgivaren vill respondenterna se att bankerna är beställare av de externa värderingarna. Det kan leda till att bankerna kan ställa högre krav på värderingarna genom en mer direkt kommunikation med värderaren.

En stor förbättringspotential finns i regelverken kring redovisning och bokslutsvärderingar. En önskan finns att hårdare krav ska tas fram för redovisningen av hur stor del av beståndet som externvärderats, vilka externa värderare som utfärdat värderingen, vilken andel av beståndet som dessa har värderat och även hur mycket de externa värderingarna skiljer sig från de interna. Även förslag på att hela beståndet måste värderas externt finns, förslagsvis vartannat eller vart tredje år. Sådana regleringar hade bidragit till en ökad transparens. För att ytterligare öka transparensen uttrycktes förslag om minimikrav för den offentliga kommunikationen kring en transaktion.

De flesta respondenter är negativa till ett införande av ett nytt värdebegrepp. Däremot fanns förslag om att använda något likt Tysklands ”mortgage lending value”, som komplement till marknadsvärdet. Detta skulle framför allt underlätta för bankerna vid finansiering.

Samtliga regleringar bör tas fram genom olika organ, som Finansinspektionen, Samhällsbyggarna och Nasdaq, beroende på vilken reglering som är aktuell.

7.1 Avslutande reflektioner

Syftet med rapporten var att belysa den problematik som uppstår vid fastighetsvärderingar i en tunn marknad och även hur denna problematik skulle kunna förbättras. Genom utförliga intervjuer med kunniga respondenter inom det studerade området kunde vi tydligt belysa de problem som finns. Avsaknaden av referensobjekt leder till stora svårigheter i värderingarna, där erfarenhet och ett brett kontaktnät blir nycklar för att kunna uppskatta de parametrar som under en tunn marknad inte kan studeras genom avslutade transaktioner. För att hantera problematiken krävs ett noggrannare analysarbete kring de få transaktioner som genomförts, samtidigt som det dessutom finns viss information att hämta kring de affärer som inte realiseras. Med bristen på information ges utrymme för olika värderingar, vilket leder till att sänkningar i värderingar kan leda till förlorade uppdrag för värderingsföretagen. Om de högre värderingarna dessutom alltid väljs av beställaren, kan detta betyda missvisande fastighetsvärden som inte reflekterar marknaden rättvist. Vid en tunn marknad med sämre information är det viktigt för bankerna att utföra noggrannare riskanalyser, där det blir mer betydande att granska fastighetsägarnas återbetalningsförmåga. Problem skapas också vid bokslutsvärderingar, där fastighetsbolagen kan välja att värdera sina bestånd internt och därmed inte omfattas av lika strikta riktlinjer för värderingarna samtidigt som det finns risk att dessa kan vara partiska. Genom förbättringar gällande hårdare granskning av värderingarna och externa värderare kan dessa partiska värderingar undvikas. Med tanke på att de flesta fastighetsbolagen inte skrivit ned sina värden, trots att det mesta pekar på att fastighetsvärdena har gått ner, anser vi att det finns ytterligare förbättringar kring detta regelverk. Hårdare krav bör ställas på hur beståndet ska värderas och hur det redovisas för att öka transparensen kring de underliggande fastighetsvärdena. Vid fastighetsvärdering för belåning ser vi en möjlig förändring av regelverket, där bankerna borde stå som beställare. På detta sätt skulle antagligen kvaliteten på värderingarna öka, eftersom bankerna då skulle välja pålitliga externa värderare samtidigt som värderingarna kan te sig mer opartiska genom mindre kundpåverkan. Vi ser även fördelarna med ett kompletterande värdebegrepp som "mortgage lending value" till marknadsvärdet för bankers långivning, eftersom det speglar en mindre volatil förändring i fastighetsvärdena på längre sikt. Hur detta skulle tillämpas på bästa sätt är något som kan vara föremål för framtida studier, eftersom det inom det svenska systemet ännu inte blivit erkänt.

Avslutningsvis ser vi optimistiskt på att fastighetsmarknaden går mot ljusare tider och i riktning mot en mer normal marknad. När räntan har stabiliserats bör köpare och säljare hitta gemensam mark på nya nivåer.

Källförteckning

AB Sagax (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://www.sagax.se/sites/default/files/pr/202104138220-1.pdf>

AB Sagax (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://www.sagax.se/sites/default/files/pr/202204194483-1.pdf>

AB Sagax (2023). *Bokslutskommuniké 2022*.

<https://www.sagax.se/sites/default/files/pr/202302164649-1.pdf>

Annehem Fastigheter AB (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://l.cdn.bequoted.com/1/arsredovisning-2020-84599/Annehem-AR-2020-sv.pdf>

Annehem Fastigheter AB (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://l.cdn.bequoted.com/1/arsredovisning-2021-94807/Annehem-AR-2021-Sv.pdf>

Annehem Fastigheter AB (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

https://l.cdn.bequoted.com/1/bokslutskommunike-2022-102230/Annehem_Bokslutskommunike_2022.pdf

Atrium Ljungberg (2021). *Årsredovisning och hållbarhetsredovisning 2020*.

<https://mb.cision.com/Main/1145/3298486/1381086.pdf>

Atrium Ljungberg (2022). *Årsredovisning & hållbarhetsredovisning 2021*.

<https://mb.cision.com/Main/1145/3517204/1543118.pdf>

Atrium Ljungberg (2023). *Års- och hållbarhetsredovisning 2022*.

<https://mb.cision.com/Main/1145/3724779/1880616.pdf>

Bellman L. & Öhman P. (2012). *Värdering av kommersiella fastigheter*.

<http://miun.diva-portal.org/smash/get/diva2:577274/FULLTEXT01.pdf>

Bengtsson, I. (2018). *Fastighetsvärdering – Om värdeteori och värderingsmetoder*. Studentlitteratur AB.

Brinova (2021). *Årsredovisning med Hållbarhetsrapport 2020*.

https://www.brinova.se/wp-content/uploads/2021/07/Brinova_Arsredovisning-2020.pdf

Brinova (2022). *Årsredovisning med Hållbarhetsrapport 2021*.

https://www.brinova.se/wp-content/uploads/2022/03/SLUTLIG-Brinova_ÅR_2021.pdf

Brinova (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://www.brinova.se/wp-content/uploads/2023/02/Brinova-bokslutskommunike-2022.pdf>

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Castellum (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://storage.mfn.se/proxy/castellum-arsredovisning-2020.pdf?url=http%3A%2F%2Fvp244.alertir.com%2Ffiles%2Fpress%2Fcastellum%2F202102171661-1.pdf>

Castellum (2022). *Års- och hållbarhetsredovisning 2021*.

<https://storage.mfn.se/proxy/ars-och-hallbarhetsredovisning-2021-pdf.pdf?url=http%3A%2F%2Fvp244.alertir.com%2Ffiles%2Fpress%2Fcastellum%2F202202216762-1.pdf>

Castellum (2023). *Års- och hållbarhetsredovisning 2022*.

https://storage.mfn.se/a/castellum/b18afa98-2413-4e9a-a9ad-c4c033b4b257/castellum-ars-och-hallbarhetsredovisning-2022_print.pdf

Catena (2021). *Årsredovisning med Hållbarhetsrapport 2020*.

<https://www.catena.se/media/22panvg/catenas-arsredovisning-med-hallbarhetsrapport-2020.pdf>

Catena (2022). *Årsredovisning med Hållbarhetsrapport 2021*.

<https://www.catena.se/media/xuth1aa0/catena-arsredovisning-2021-sv.pdf>

Catena (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://mb.cision.com/Main/191/3720327/1864269.pdf>

Colliers (2023). *Nordics Property Outlook 2023*.

<https://www.colliers.com/sv-se/research/nordic-property-outlook-2023>

Corem (2021). *Årsredovisning och Hållbarhetsredovisning 2020*.

<https://www.coremse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2022/01/corem-corem-publicerar-ars-och-hallbarhetsredovisning-for-2020-210319.pdf>

Corem (2022). *Årsredovisning och Hållbarhetsredovisning 2021*.

https://www.coremse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2022/04/corem_ar_hr_2021-rev2022-11-29.pdf

Corem (2023). *Bokslutskommuniké januari -december 2022*.

https://www.coremse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2023/02/las-bokslutskommunike-2022-har_corem-property-group-ab-publ-2-1-1.pdf

Diös Fastigheter AB (2021). *Årsredovisning 2020*.

https://s26.q4cdn.com/531398092/files/doc_financials/2020/ar/Diös_ÅR_2020_final.pdf

Diös Fastigheter AB (2022). *Årsredovisning 2021*.

https://s26.q4cdn.com/531398092/files/doc_financials/2021/ar/Diös-Årsredovisning-2021.pdf

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Diös Fastigheter AB (2023). *Årsredovisning 2022*.

https://s26.q4cdn.com/531398092/files/doc_financials/2022/q4/Diös_Q42022_Svensk_Final.pdf

Eastnine (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://www.eastnine.com/sites/default/files/pr/202103299370-1.pdf>

Eastnine (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://www.eastnine.com/sites/default/files/pr/202204013711-1.pdf>

Eastnine (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://www.eastnine.com/sites/default/files/pr/202302088283-1.pdf>

EBA (2020). *Riktlinjer om kreditgivning och övervakning*.

https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886695/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_SV.pdf

Fabege (2021). *Års- och hållbarhetsredovisning 2020*.

<https://www.fabege.se/siteassets/rapporter-och-kvartalspresentioner/fabege-arsredovisning-2020-210817.pdf>

Fabege (2022). *Års- och hållbarhetsredovisning 2021*.

<https://mb.cision.com/Main/1568/3536206/1556645.pdf>

Fabege (2023). *Års- och hållbarhetsredovisning 2022*.

<https://mb.cision.com/Main/1568/3728624/1895279.pdf>

Fastighets AB Balder (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://www.balder.se/sites/balder/files/1392338.pdf>

Fastighets AB Balder (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://www.balder.se/sites/balder/files/1561269.pdf>

Fastighets AB Balder (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://www.balder.se/sites/balder/files/1839662.pdf>

Fastighets AB Trianon (2021). *Års- och hållbarhetsredovisning 2020*.

<https://mb.cision.com/Main/15948/3483428/1518419.pdf>

Fastighets AB Trianon (2022). *Års- och hållbarhetsredovisning 2021*.

<https://mb.cision.com/Main/15948/3559371/1573857.pdf>

Fastighets AB Trianon (2023). *Års- och hållbarhetsredovisning 2022*.

<https://mb.cision.com/Main/15948/3741082/1942719.pdf>

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Fastpartner (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://mb.cision.com/Main/878/3315094/1393372.pdf>

Fastpartner (2022). *Årsredovisning 2021*.

https://fastpartner.se/media/arsredovisning_2021-1.pdf

Fastpartner (2023). *Årsredovisning 2022*.

<https://mb.cision.com/Main/878/3744320/1957033.pdf>

Finansinspektionen (2019). *Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet*.

https://www.fi.se/contentassets/f0b2175448734d998679a33d8eaf8f6e/komm_fastighet_finstab.pdf

Finansinspektionen (2021). *Den kommersiella fastighetssektorn – nya sårbarheter kräver handling*

<https://www.fi.se/contentassets/8ee2351d2a3c455bb15a76c99a035481/tal-fastighetsagarna-6-maj-2021.pdf>

Geanakoplos, J. (2010). *The Leverage Cycle*. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1715R.

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate – Analysis and Investments*. OnCourse Learning.

Genova Property Group (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://mb.cision.com/Main/13559/3327085/1402648.pdf>

Genova Property Group (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://mb.cision.com/Main/13559/3542322/1561391.pdf>

Genova Property Group (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://mb.cision.com/Main/13559/3720406/1864704.pdf>

Gustafsson C. & Palm P. (2021) *Branschorganisationer och standarder för värdering*. I Institutet För Värdering Av Fastigheter & Samhällsbyggarna (red.) *Fastighetsnomenklatur - Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Studentlitteratur AB, ss. 531-540.

Heba (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://mb.cision.com/Main/1260/3314899/1393301.pdf>

Heba (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://mb.cision.com/Main/1260/3534598/1555605.pdf>

Heba (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://mb.cision.com/Main/1260/3711002/1834320.pdf>

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Hufvudstaden (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://hufvudstaden.se/contentassets/c33f19d518494aeda82c9212de84c6bd/hufvudstaden-arsredovisning-2020>

Hufvudstaden (2022). *Års- och hållbarhetsredovisning 2021*.

<https://hufvudstaden.se/contentassets/a2aa8ed9b210454dab8610863065a808/hufvudstaden-ars--och-hallbarhetsredovisning-2021>

Hufvudstaden (2023). *Års- och hållbarhetsredovisning 2022*.

<https://hufvudstaden.se/contentassets/33fd445bae494ea89506b69f946bd56e/hufvudstaden-ars--och-hallbarhetsredovisning-2022>

IFRS 13 (2022). *Fair Value Measurement*. International Accounting Standards Board (IASB).

International Financial Reporting Standards (IFRS) (2022). *Who we are*.

<https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/> [2023-03-01]

International Valuation Standards Council (IVSC) (2022a). *About*.

<https://www.ivsc.org/about/> [2023-03-01]

International Valuation Standards Council (IVSC) (2022b). *Standards*.

<https://www.ivsc.org/standards/> [2023-03-01]

IVS 104 (2022). *Bases of Value*. International Valuation Standards Council (IVSC).

John Mattson (2021). *Årsredovisning 2020*.

John Mattson (2022). *Årsredovisning 2021*.

John Mattson (2023). *Bokslutskommuniké 2022*.

K-Fast Holding AB (2021). *Årsredovisning 2020*.

https://wordpress.k-fastigheter.com/wp-content/uploads/2021/10/K-Fast-Holding-AB-Arsredovisning-2020_web.pdf

K-Fast Holding AB (2022). *Årsredovisning 2021*.

https://wordpress.k-fastigheter.com/wp-content/uploads/2022/04/K-Fast-Holding-AB-Arsredovisning-2021_web.pdf

K-Fast Holding AB (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://wordpress.k-fastigheter.com/wp-content/uploads/2023/02/K-Fast-bokslutskommuniké-2022-2.pdf>

K2A Knaust & Andersson Fastigheter AB (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://investerare.k2a.se/sites/default/files/pr/202104012791-1.pdf>

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

K2A Knaust & Andersson Fastigheter AB (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://investerare.k2a.se/sites/default/files/pr/202203290903-1.pdf>

K2A Knaust & Andersson Fastigheter AB (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*. <https://investerare.k2a.se/sites/default/files/pr/202302142137-1.pdf>

Katujo AB (2023). *Index*. <https://fbindex.se/fbi/#/index> [2023-03-12]

Lind, H & Lundström, S. (2009) *Kommersiella fastigheter i samhällsbyggandet*. SNS Förlag

Lind, H. & Nordlund, B. (2021a). Fastighetsvärdering. I Institutet För Värdering Av Fastigheter & Samhällsbyggarna (red.) *Fastighetsnomenklatur - Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Studentlitteratur AB ss. 269–292.

Lind, H. & Nordlund, B. (2021b). *Advanced Issues in Property Valuation*. Wiley Blackwell

Lind, H. & Persson, E. (2015). Fastighetsmarknad och marknadsanalys. I Institutet För Värdering Av Fastigheter & Samhällsbyggarna (red.) *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*. Fastighetsnytt Förlags AB, ss. 235–260.

Lind, H., Persson, E. & Gustafsson, C. (2021). Fastighetsmarknad. I Institutet För Värdering Av Fastigheter & Samhällsbyggarna (red.) *Fastighetsnomenklatur - Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Studentlitteratur AB, ss. 223–257.

Lundgren B. & Persson E. (2021). Marknadsanalyser. I Institutet För Värdering Av Fastigheter & Samhällsbyggarna (red.) *Fastighetsnomenklatur - Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Studentlitteratur AB, ss. 257-292.

Nasdaq (2023). *SX35GI, OMX Stockholm Real Estate GI*.

https://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0004383172

[2023-03-12]

Nordlund, B. (2021). Ekonomisk analys av fastigheter och fastighetsföretag. I Institutet För Värdering Av Fastigheter & Samhällsbyggarna (red.) *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*. Studentlitteratur AB, ss. 333–368.

Nordlund, B. & Lundström, S. (2011). Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet. I Sveriges riksbank (red.) *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*. Sveriges riksbank, ss. 365–408.

Nordnet (2023). *Vad är börsen?*.

<https://www.nordnet.se/blogg/kunskapsbanken/aktier/vad-ar-borsen/> [2023-02-21]

NP3 Fastigheter (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://vp048.alertir.com/afw/files/press/np3fastigheter/202104096249-1.pdf>

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

NP3 Fastigheter (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://vp048.alertir.com/afw/files/press/np3fastigheter/202204088957-1.pdf>

NP3 Fastigheter (2023). *Bokslutskommuniké 2022*.

<https://vp048.alertir.com/afw/files/press/np3fastigheter/202302088689-1.pdf>

Nyfosa (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://nyfosa.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2021/10/1390974.pdf>

Nyfosa (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://nyfosa.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2022/04/Nyfosa-Arsredovisning-2021.pdf>

Nyfosa (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.

<https://nyfosa.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2021/08/Nyfosa-Bokslutskommuniké-2022.pdf>

Pandox AB (2021). *Årsredovisning 2020*.

Pandox AB (2022). *Årsredovisning 2021*.

Pandox AB (2023). *Årsredovisning 2022*.

Persson, E. (2015). Fastighetsvärdering. I Institutet För Värdering Av Fastigheter & Samhällsbyggarna (red.) *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*. Fastighetsnytt Förlags AB, ss. 299–370.

Platzer Fastigheter AB (2021). *Årsredovisning 2020*.

<https://vp282.alertir.com/afw/files/press/platzer/202102248618-1.pdf>

Platzer Fastigheter AB (2022). *Årsredovisning 2021*.

<https://vp282.alertir.com/afw/files/press/platzer/202202238698-1.pdf>

Platzer Fastigheter AB (2023). *Årsredovisning 2022*.

<https://vp282.alertir.com/afw/files/press/platzer/202302230285-1.pdf>

Ratcliff, R. (1972). *Valuation for Real Estate Decisions*. Democrat Press.

RICS (2023). *Chartered Member (MRICS)*

<https://www.rics.org/join-rics/rics-member-grades/chartered-member-mrics> [2023-03-09]

Samhällsbyggarna (2022a). *För dig som vill ansöka om att bli auktoriserad fastighetsvärderare*.

<https://www.samhallsbyggarna.org/vaerdering/ansoek-om-auktorisation/> [2023-02-17]

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

- Samhällsbyggarna (2022b). *Internationell samverkan*
<https://www.samhallsbyggarna.org/naetverk/internationell-samverkan/> [2023-03-09]
- Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB (2021). *Årsredovisning 2020*.
<https://corporate.sbbnorden.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2021/04/sbb-samhallsbyggnadsbolaget-i-norden-ab-publicerar-arsredovisning-och-hallbarhetsrapport-for-2020-210407.pdf>
- Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB (2022). *Årsredovisning 2021*.
<https://corporate.sbbnorden.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2022/03/sbb-sbb-publicerar-arsredovisning-och-hallbarhetsrapport-for-2021-samt-justerar-helarsresultatet-f-220401.pdf>
- Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB (2023). *Bokslutskommuniké 2022*.
<https://corporate.sbbnorden.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2023/02/sbb-samhallsbyggnadsbolaget-i-norden-ab-bokslutskommunike-2022-karnverksamheten-fortsatter-att-lev-230223.pdf>
- Shiller, R.J. (2014). Speculative asset prices. *American Economic Review*, 104(6), ss. 1486–1517. doi:10.1257/aer.104.6.1486
- SOU 2017:17 (2017). *Vissa frågor inom fastighet- och stämpelskatteområdet*.
- Stendörren Fastigheter AB (2021). *Års- och hållbarhetsredovisning 2020*.
https://www.stendorren.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2021/05/arsredovisning_stendorren_2020_low_uppslag_upd.pdf
- Stendörren Fastigheter AB (2022). *Års- och hållbarhetsredovisning 2021*.
<https://www.stendorren.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2022/04/ars-och-hallbarhetsredovisning-2021-stendorren-fastigheter-abpubl-1.pdf>
- Stendörren Fastigheter AB (2023). *Bokslutskommuniké januari-december 2022*.
<https://www.stendorren.se/cdn.triggerfish.cloud/uploads/2023/02/stendorren-bokslutskommunike-2022.pdf>
- Sveriges Riksbank (2022).
https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/svenska/2022/221109/finansiell-stabilitetsrapport-2022_2.pdf
- Wallenstam AB (2021). *Årsredovisning 2020*.
<https://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/202103235905-1.pdf>
- Wallenstam AB (2022). *Årsredovisning 2021*.
<https://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/202203247582-1.pdf>
- Wallenstam AB (2023). *Årsredovisning 2022*.
<https://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/202303237274-1.pdf>

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

Wihlborgs Fastigheter AB (2021). *Årsredovisning & Hållbarhetsredovisning 2020*.
<https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/rapporter/2021/20210401-wihlborgs-arsredovisning-och-hallbarhetsredovisning-for-2020-83e8027f-3dda-4df4-9ea2-c04dbd297dd4.pdf>

Wihlborgs Fastigheter AB (2022). *Årsredovisning & Hållbarhetsredovisning 2021*.
<https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/rapporter/2022/20220331-wihlborgs-arsredovisning-och-hallbarhetsredovisning-for-2021-a3cc5715-1088-43ff-bda2-695e40c0950a.pdf>

Wihlborgs Fastigheter AB (2023). *Års- och hållbarhetsredovisning 2022*.
<https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/rapporter/2023/20230214-bokslutskommunike-2022-tillvaxt-i-karnverksamheten-73f6758e-ce3c-4210-9579-ba79664c12d9.pdf>

Bilagor

Bilaga 1

Förteckning av intervjuer:

Värderare

Företag	Respondent	Roll	Datum	Intervjuform
Bryggan Fastighetsekonomi	Peter Samuelsson och Pontus Borgstrand	VD och Auktoriserad fastighetsvärderare	6/3-2023	Fysiskt möte
Forum Fastighetsekonomi	Anders Stålar	Auktoriserad fastighetsvärderare	6/3-2023	Fysiskt möte
Cushman & Wakefield	Anders Elvinsson	Head of Valuation & Strategic Advisory Sweden	7/3-2023	Digitalt möte
Newsec	Ulrika Lindmark	Partner and Head of Valuation & Strategic Analysis	8/3-2023	Digitalt möte
CBRE	Daniel Holmkvist	Head of Valuation & Advisory Services	10/3-2023	Digitalt möte
Svefa	Per Wieslander	Affärschef, Värdering & Analys	21/3-2023	Fysiskt möte
Savills	Marcus Kindbom och Eric Rusk	Joint Head of Valuation och Associate Director Valuation	22/3-2023	Digitalt möte

Banker

Företag	Respondent	Roll	Datum	Intervjuform
Swedbank	Göran Räckle	Head of Real Estate Analysis	7/3-2023	Digitalt möte
Handelsbanken	Anna Österman	Chef Fastighetsvärdering	9/3-2023	Digitalt möte
SBAB	Maria Broström	Fastighetsanalytiker med funktionsansvar	23/3-2023	Digitalt möte
Danske Bank	David Westerling Stockenstrand och Luyang Mattisson Li	Head of Property Valuation och Auktoriserad fastighetsvärderare	31/3-2023	Digitalt möte

Bilaga 2

Intervjufrågor externa fastighetsvärderare

Företagets värderingsmetoder

- Vilken/vilka värderingsmetod/-er använder ni inom företaget?
 - Är denna strategi uttalad inom företaget?
- Finns det någon kontakt värderingsfirmor emellan för utbyte av information?
 - Samarbeten? Konkurrens? Egna kontaktnätet?
- Utförs värderingarna på olika sätt beroende på syftet med värderingen?
 - Belåning? Bokslutsvärdering? Investering?
- Hur stor vikt lägger du vid makroekonomin vid värderingarna?
 - Nationellt? Internationellt?
- Utgår ni strikt från definitionen av marknadsvärde vid värdering av kommersiella fastigheter, eller utförs värderingen mer långsiktigt?
 - Definitionen av marknadsvärde

Värdering i tunn marknad

- När det finns anledning att tro att värdena har gått ner, men det inte finns köp som styrker detta. Hur hanteras detta?
- Vilken hänsyn tas till fallande börskurser i fastighetsbolag, samtidigt som få köp styrker dessa värden? Vill värderare ta hänsyn till det?
 - Är det svårt att få med fastighetsägarna på detta?
- Hur kompenseras osäkerheterna kring värderingarna vid informationsbrist som finns på en tunn marknad med fåtalet genomförda transaktioner?
- Hur arbetar ni för att kunna säkerställa att informationen ni får är tillförlitlig?
- Har ni blivit av med uppdrag för att ni sänkt/inte höjt värderingen utan konkreta affärer som stödjer detta?

Förbättringspotential kring värderingarnas regelverk

- Finns det något typ av reglering som du skulle vilja se för att underlätta värderingsarbetet?
- Finns det någon typ av reglering som du skulle vilja se för att säkerställa tillförlitligheten i en värdering?
- Om detta inte berörs ovan: Vad tycker du om hårdare restriktioner av de ingående parametrarna från myndighetshåll?
 - Avkastningskrav, hyresintäkter och driftskostnader (som i Tyskland)

Avslutningsvis:

- Hur förutspår du framtiden för fastighetsmarknaden, de kommande åren?
 - Transaktions- och värdemässigt?

Bilaga 3

Intervjufrågor banker

Företagets värderingsmetoder

- Vilka värderingsmetoder använder ni för belåning av kommersiella fastigheter?
 - Är denna strategi uttalad inom företaget?

Värdering för belåning

- Litar ni på värderingen som en fastighetsägare presenterar?
- Vill ni göra er egen värdering? Tar ni hänsyn till att det kan finnas kundpåverkan i värderingarna?
- Anser ni att vissa värderare är mer tillförlitliga än andra? Är vissa värderare alltid mer optimistiska i sina värderingar?
 - Hur påverkar det er bedömning av värderingen?
- Värderar ni kommersiella fastigheter långsiktigt snarare än det nuvarande marknadsvärdet vid värdering i belåningssyfte?
 - Definitionen av marknadsvärde
- Hur stor vikt lägger du vid makroekonomin vid värderingarna?
 - Nationellt? Internationellt?

Värdering i tunn marknad

- Hur kompenseras osäkerheterna kring värderingarna vid informationsbrist som finns på en tunn marknad med fåtalet genomförda transaktioner?
- Hur arbetar ni för att kunna säkerställa att informationen ni får är tillförlitlig?
- Vilken hänsyn tas till fallande börskurser i fastighetsbolag, samtidigt som få köp styrker dessa värden?
- Hur utför ni riskanalys vid värdering för belåningsändamål?
 - Utförs denna mer noggrant under osäkra tider och tunna marknader?

Förbättringspotential kring värderingarnas regelverk

- Finns det något typ av reglering som du skulle vilja se för att underlätta värderingsarbetet?
- Finns det någon typ av reglering som du skulle vilja se för att säkerställa tillförlitligheten i en värdering?

Fastighetsvärdering i en tunn marknad

- Om detta inte berörs ovan: Vad tycker du om hårdare restriktioner av de ingående parametrarna i en värdering från myndighetshåll?
 - Avkastningskrav, hyresintäkter och driftskostnader (som i Tyskland)

Avslutningsvis

- Hur förutspår du framtiden för fastighetsmarknaden, de kommande åren?
 - Transaktions- och värdemässigt?