

**Rapport framtagen i
samarbete med SABO**

Marknadsmässiga avkastningskrav och allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag

Bo Nordlund

Karlstad 2012-09-24

Förord

En ny lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag trädde i kraft den 1 januari 2011. Enligt denna ska bolagen i allmännyttigt syfte huvudsakligen förvalta fastigheter med bostadslägenheter som upplåts med hyresrätt. Bolagen ska främja bostadsförsörjningen och erbjuda hyresgästerna boendeflytande och inflytande i bolaget.

Lagen stipulerar även att bolagen ska bedriva sin verksamhet enligt affärsmässiga principer. Syftet med denna bestämmelse är att skapa konkurrensneutralitet. Den innebär bland annat att kommunerna inte får ge bolagen några särskilda fördelar som gynnar dem ekonomiskt i förhållande till privata hyresvärdar. Genom att kommunerna ställer marknadsmässiga avkastningskrav på sina bolag säkerställer man att bolagen inte får olagligt statsstöd som riskerar att snedvrider konkurrensen.

Vad som menas med ett marknadsmässigt avkastningskrav har emellertid i många kommuner och bolag varit föremål för diskussion. Det råder viss osäkerhet om hur lagen ska tolkas på denna punkt. Vi har därför genomfört en studie kring hur avkastningskrav kan beräknas och formuleras. Syftet med studien är att stödja bolagen och deras ägare i arbetet med att ta fram marknadsmässiga avkastningskrav.

I denna rapport beskrivs olika former av avkastningskrav som kan vara relevanta för bostadsbolagen samt hur de tillämpas i praktiken. I rapporten redovisas också de intervjuer som gjorts med tolv långsiktiga och seriösa privata bostadsföretag om deras avkastningskrav och resonemangen kring dessa.

Studien har genomförts av teknologie doktor Bo Nordlund och finansierats av Bostads AB Mimer, Förvaltnings AB Framtiden, Halmstads Fastighets AB, AB Stångåstaden, Örebrobostäder AB, SKL och SABO.

Till arbetet har knutits en referensgrupp bestående av Martin Gepertz, Bostads AB Mimer, Jennie Grafström och Carina Grönberg, Förvaltnings AB Framtiden, Jonas Stark och Erik Johansson, Halmstads Fastighets AB, Dan Stenberg, AB Stångåstaden, Benth Jensen, AB Ängelholmshem, Björn Forsberg, Örebrobostäder AB, Anders Sandoff, Göteborgs Universitet, Pär Svanberg, Hyresgästföreningen, Hans Lind, KTH, Lars Björnsson, SKL, Johan Holmgren, Jörgen Mark-Nielsen och Sophia Mattsson-Linnala, SABO.

Ett stort tack riktas härmed till alla som på olika sätt bidragit till denna studie.

Stockholm i september 2012

Sophia Mattsson-Linnala
Chef för ekonomi- och finansenheten
SABO

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	3
Kapitel 1 - Inledning.....	5
1.1 Bakgrund och avgränsning	5
1.2 Projektets syfte.....	6
1.3 Mer utvecklad problembeskrivning.....	6
1.4 Metod	8
1.5 Rapportens struktur	8
1.6 Läsanvisningar till rapporten	9
Kapitel 2 Regelverk.....	10
2.1 EU:s statsstödsregler	10
2.2 Hyreslagstiftningen.....	12
2.3 Lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag inkl förarbeten.....	12
2.4 Relevanta redovisningsregler	14
Kapitel 3 Grundläggande ekonomiska begrepp: En kort introduktion.....	24
3.1 Inledning.....	24
3.2 Värdebegrepp och värderingsmetoder	24
3.3 Avkastningsbegrepp	27
3.4 Varians/ osäkerhet i värdebedömningar.....	31
3.5 Avslutning/sammanfattning.....	31
Kapitel 4 Teoretiskt ramverk för bedömning av marknadsmässiga avkastningskrav	33
4.1 Inledning.....	33
4.2 Härledning av avkastningskrav från fastighetsmarknaden	34
4.3 Härledning av avkastningskrav från finansiella marknaden.....	41
4.4 Avslutning/sammanfattning.....	51
Kapitel 5 Empiri	53
5.1 Intervjustudie – Långsiktiga privata/”normala” aktörer	53
5.2 Intervjustudie leverantörer av marknadsinformation	58
5.3 Översiktlig genomgång ägardirektiv till kommunala bostadsföretag	60
Kapitel 6 Analys, tolkning, diskussion och slutsatser	62
6.1 Inledning.....	62
6.2 Analys och tolkning.....	62
6.3 Diskussion och slutsatser.....	70

Källförteckning/referenser mm.....	80
Bilaga 1 Illustrativa exempel.....	86

Kapitel 1 - Inledning

1.1 Bakgrund och avgränsning

Den 1 januari 2011 trädde Lag (2010:879) om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag i kraft. Lagen och förarbetena till denna lag, propositionen 2009/10:185, innehåller ett antal nyckelbegrepp som är väsentliga för den framtida verksamheten i sådana bolag vilka omfattas av lagstiftningen.

Enligt lag

- Bolagen ska i allmännyttigt syfte förvalta bostadshus med hyresrätter, främja bostadsförsörjningen i kommunen och erbjuda hyresgästerna inflytande
- Bolagen ska bedriva verksamheten enligt affärsmässiga principer
- Bolagen omfattas inte av förbudet mot att driva verksamhet i vinstsyfte eller av självkostnadsprincipen

Enligt förarbetena (propositionen)

- Syftet med att ställa krav på affärsmässiga principer och att göra undantag från självkostnadsprincipen är att det ska råda konkurrensneutralitet mellan kommunala allmännyttiga bostadsaktiebolag och andra aktörer på bostadshyresmarknaden.
- Som en del av kravet på affärsmässiga principer ska ägaren ställa marknadsmässiga avkastningskrav. Det framgår också av propositionen att marknadsmässig avkastning ska tolkas utifrån utgångspunkten hos aktörer med ett långsiktigt perspektiv där det långsiktiga resultatet och inte den kortsiktiga lönsamheten står i fokus. Avkastningen bör bedömas över en längre tidsperiod än ett år.

Med anledning av denna nya lagstiftning har också Sveriges Kommuner och Landsting samt SABO tagit fram ett gemensamt dokument – ”Ägardirektiv till allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag – en handledning”¹. Av denna handledning framgår bland annat att kommunerna som ägare till sådana bostadsföretag som nyss nämndes, kan komma att behöva se över sina ägardirektiv i vissa avseenden. Några av de punkter som tas upp i nyss refererade dokument är vilka ekonomiska krav som ska fastläggas i ägardirektivet, bl.a på soliditet, justerad soliditet samt vilket avkastningskrav som ska ställas på bolaget och hur ofta detta ska omprövas.

I den ovan refererade propositionen, under avsnittet ”7.4 Affärsmässiga villkor”, framgår följande: ”Likaså måste en bedömning av vad som är affärsmässigt beteende och rimliga avkastningskrav utgå från den enskilde aktörens situation. Kommunala bostadsaktiebolag omfattas av lokaliseringsprincipen, dvs. de intressen som kommunen vill tillgodose ska ha anknytning till kommunens område eller dess medlemmar (2 kap. 1 § KL), vilket innebär att företagets möjligheter att minska sina risker genom att sprida bostadsinvesteringen geografisk är begränsade.”² Vidare kan noteras att de kommunala bostadsföretagen som diskuteras i denna studie ska erbjuda hyresgästerna möjlighet till boendeflytt och inflytt i bolaget.

De centrala begreppen i lagtexten och i förarbetena - exempelvis allmännyttigt syfte och affärsmässiga principer - är emellertid inte entydiga och det har uppstått en debatt om hur

¹ SKL & SABO, 2011

² Prop 2009/10:185 s 45

begreppen ska tolkas (se t ex Lind & Lundström 2011; SABO 2011 och Sveriges Kommuner och Landsting 2010). I denna rapport kommer jag emellertid inte att gå in och ta ställning till dessa frågor utan enbart fokusera på tolkningen av formuleringar som anger att kommunen ska ställa ett marknadsmässigt avkastningskrav på det allmännyttiga bostadsbolaget och hur företaget bör agera för att leva upp till detta krav.

I sammanhanget förtjänar att noteras, när det gäller EU:s statsstödsregler, att huruvida ett visst förfarande är i enlighet eller står i strid med dessa regler avgörs utifrån omständigheter i enskilda fall. Denna rapport kan utgöra ett underlag och inspiration till hur ett resonemang kan byggas upp för att hävda att dessa regler har efterlevts utifrån de aspekter som beskrivs i denna rapport. Det kan dock inte sägas att genom att följa vad som står i denna rapport är det givet att ett visst förfarande i ett enskilt fall därmed är i enlighet med EU:s statsstödsregler.

1.2 Projektets syfte

Kärnan i projektet är alltså kravet på att de kommunala bolagen ska agera utifrån tillämpning av marknadsmässiga avkastningskrav. Utifrån detta kan syftet med detta projekt sammanfattas i ett antal punkter.

- Klargöra grundläggande värdebegrepp och avkastningsbegrepp
- Beskriva olika teorier och metoder för att bestämma avkastningskrav
- Beskriva relevant lagstiftning, främst lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag och redovisningslagstiftning
- Analysera vad som är rimliga alternativ i ett antal, för de kommunala bostadsföretagen, relevanta situationer och ge förslag på hur man kan agera för att uppfylla lagens krav (i olika rimliga tolkningar av detta krav). Här är t ex en viktig aspekt skillnader mellan expansiva marknader och stagnerande marknader och olika tillgång till marknadsdata som kan finnas på sådana marknader.

1.3 Mer utvecklad problembeskrivning

1.3.1 Begreppsliga aspekter

Det finns för det första ett antal mer begreppsliga aspekter som behöver klargöras när det gäller marknadsmässiga avkastningskrav i kommunala allmännyttiga bostadsaktiebolag.

En första fråga är *vilka kapitalbaser* som man ska utgå från: Ska relevanta värden på tillgångar och skulder uttryckas i marknadsvärden eller historiska anskaffningsvärden eller något annat relevant värde. En annan fråga är om avkastningen ska mätas mot totalt eller eget kapital. Här finns även mer tekniska frågor om hur det egna kapitalet ska mätas, t ex hänsyn till eventuellt uppskjuten skatt.

Nästa mer begreppsliga fråga handlar om vilket *avkastningsmått* som ska användas. Avkastningskrav kan uttryckas som direktavkastning eller totalavkastning på de kapitalbaser som nämndes ovan.

Enligt den ovan refererade propositionen ska det marknadsmässiga avkastningskravet utvärderas utifrån "normala/privata långsiktiga aktörers" synsätt. Detta erbjuder vissa problem, exempelvis innebörden i begreppet långsiktig i detta sammanhang.

1.3.2 Informationskällor

Information är central för vad som är marknadsmässiga avkastningskrav, oavsett den närmare tolkningen. En rad olika aktörer producerar idag information och en del av projektet handlar om vilken information som kan hämtas från olika källor och vad denna information är baserad på.

Vilken roll har olika typer av marknadsinformationssystem – exempelvis marknadsinformationsportalen Datscha, Fastighetsindikatorn, NAI Svefas Svensk Fastighetsmarknad? Går det att använda ortsprisinformation, avkastningskrav härledda från börsnoterade bostads-/fastighetsbolag, etc? Andra tänkbara källor är IPD Svenskt Bostadsindex, information från börsbolag etc.

Särskilt fokus kommer att ligga på hur presenterad information om direktavkastning och totalavkastning tagits fram, t ex

Direktavkastningskrav: Exempelvis marknadsinformationsportalen Datscha, Fastighetsindikatorn, NAI Svefas Svensk Fastighetsmarknad

Diskonteringsräntor: Avkastningskrav på eget och lånat kapital samt så kallad WACC (Weighted Average Cost of Capital) från börsnoterade fastighetsbolag etc.

En central fråga är också hur man ska agera i en situation där det finns lite marknadsinformation, t ex pga låg omsättning på transaktionsmarknaden för fastigheter.

1.3.3 Relevanta redovisningsregler och gränsdragningsproblem

Redovisningsregler som kan antas ha hög relevans för frågeställningar med koppling till affärsmässigt agerande och tolkning av marknadsmässiga avkastningskrav samt levererad sådan avkastning ska beskrivas och analyseras. Detta gäller t ex hur anläggningstillgångar (fastigheter) redovisas och värderas i balansräkningen samt effekter i resultaträkningen. Anledningarna till att redovisningsregler kan antas ha hög relevans är bland annat att externredovisningen utgör ett ekonomiskt språk som förmedlar information till externa bedömare om företagens ekonomiska prestationsnivå och ekonomiska ställning. Vidare är det min uppfattning att många företag är intresserade av vilka effekter olika åtgärder i företaget kan få i den externa redovisningen. Ett ytterligare argument varför externredovisning är viktigt i detta sammanhang är att reglerna för denna redovisning innehåller många viktiga värderingsregler där det finns inslag av marknadsmässiga avkastningskrav i samband med värderingen.

Problemgenomgång drift- och underhållsbetalningar/-kostnader

Olika studier har visat att antaganden avseende drift- och underhållsnivåer i fastighetsvärderingar ofta understiger verkliga utfall avseende sådana utbetalningar/kostnader. Beroende på hur olika typer av avkastningskrav som kan observeras har framtagits, kan problem uppstå i utvärderingsfasen ex post. Ett problem kan vara att avkastningskraven extraherats från marknaden med "för låga" antaganden om drift och underhållsnivåer. Utfallet i avkastning ex post blir då en lägre avkastning än avkastningskravet som tillämpats i värderingar som bygger på schabloniserade lägre utbetalningar för drift- och underhåll om man bortser från värdeförändringskomponenten i totalavkastningen. Hur

ska detta hanteras? Har företaget ändå uppnått en marknadsmässig avkastning och hur ska i så fall detta utvärderas? Exempel på frågor som behöver diskuteras är gränsdragning mellan underhållskostnad och investering, skillnader i nivåer på taxebundna kostnader samt hur man ska bedöma ”organisationsrelaterade” kostnader som administration och fastighetsskötsel.

1.4 Metod

Forsknings-/utredningsprojektet har genomförts på följande sätt:

I projektet har relevant litteratur studerats och empiriska studier har skett enligt närmare beskrivning nedan.

Litteraturstudier – Litteratur som bedömts ha hög relevans för de avgränsade frågeställningarna i detta projekt har sökts och studerats. Framförallt handlar denna relevanta litteratur om teori och regelverk med koppling till allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag och marknadsmässiga avkastningskrav samt relevanta redovisningsregler. Dessutom har även andra utredningsrapporter som avser näraliggande frågeställningar studerats.

En central fråga i projektet är hur långsiktiga privata/”normala” aktörer resonerar om avkastningskrav. För att få information om detta har en *intervjustudie genomförts med ett urval av sådana aktörer*. I kapitel 5 avsnitt 5.1 beskrivs mer i detalj hur urvalet av dessa företag gjorts och vilka frågor som ställts.

Bedömningar av marknadsmässiga avkastningskrav bygger på ett eller annat sätt på information från marknaden och därför har en intervjuundersökning också gjorts med ett antal leverantörer av sådan information. Hur detta genomförts redovisas i kapitel 5 avsnitt 5.2.

1.5 Rapportens struktur

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

Kapitel 2 – Regelverk: Innehåller Kortfattade övergripande avsnitt om EU:s statsstödsregler, hyreslagstiftningen och lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag. Därefter ett mera djupgående avsnitt om relevanta redovisningsregler.

Kapitel 3 – Grundläggande ekonomiska begrepp: Översikt avseende värdebegrepp, värderingsmetoder och avkastningsbegrepp.

Kapitel 4 – Teoretiskt ramverk för bedömning av marknadsmässiga avkastningskrav och olika tillvägagångssätt för att bedöma dessa. Bland annat diskuteras härledning från fastighetsmarknaden och/eller finansiella marknaden.

Kapitel 5 – Empiri: I detta kapitel redogörs för två olika intervjustudier - med långsiktiga privata/”normala” aktörer och med leverantörer av marknadsinformation som direktavkastningskrav. Dessutom redogörs för en översiktlig genomgång av dokument avseende ägardirektiv.

Kapitel 6 – Analys, diskussion och slutsatser: I detta kapitel analyseras och relateras det som framkommit under utredningsarbetet till ett antal mer konkreta situationer som bedömts relevant ur ett kommunalt bostadsföretags perspektiv. Bland annat diskuteras frågor avseende övergripande avkastningskrav på företaget, avkastningskrav i olika situationer så som nybyggnation m.m.

Dessutom diskuteras bedömning av nedskrivningsbehov i redovisningen i samband med olika projekt så som bland annat nyproduktion.
Efter källförteckning/referenser följer sedan en bilaga med illustrativa exempel.

1.6 Läsanvisningar till rapporten

Den läsare som inte är intresserad av olika detaljerade bakgrundsbeskrivningar av exempelvis regelverk och teori samt motiveringar till olika slutsatser kan läsa rapporten på så sätt att inledande avsnitt i varje kapitel läses och därefter kan denne läsare gå till de avslutande avsnitten i respektive kapitel för att läsa vad de olika resonemangen lett fram till.

När det gäller *kapitel 2 Regelverk* så inleds detta med tre kortfattade beskrivningar av EU:s statsstödsregler, hyreslagstiftningen samt lag om allmännyttiga kommunala bostadsföretag. Därefter kommer en mer djupgående beskrivning och diskussion avseende redovisningsregler. För den läsare som inte är intresserad av att fördjupa sig i denna beskrivning kan avsnitt *2.4 Relevanta redovisningsregler* i sådant fall läsas på så sätt att avsnitt *2.4.1- Översikt* läses och därefter går läsaren direkt till avsnitt *2.4.7 – Sammanfattning om effekter av redovisningsregler*.

Kapitel 3 Grundläggande ekonomiska begrepp: En kort introduktion, innehåller avsnitt *3.1 Inledning* samt avsnitt *3.5 Avslutning/sammanfattning* som också kan läsas för att få en översiktsbild av vad detta kapitel handlar om. Likaså *kapitel 4 Teoretiskt ramverk för bedömning av marknadsmässiga avkastningskrav* som innehåller avsnitt *4.1 Inledning* och ett avsnitt *4.4 Avslutning/sammanfattning*.

Kapitel 5 Empiri och *kapitel 6 Analys, diskussion och slutsatser* rekommenderas läsaren att läsa i sin helhet. Detta gäller även *bilaga 1 Illustrativa exempel*.

Kapitel 2 Regelverk

Det föreligger ett antal olika regelverk som har hög relevans för de frågeställningar som omfattas av denna forsknings-/utredningsrapport. Dessa regelverk bedöms i första hand vara:

- Lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag
- Årsredovisningslagen samt relevant kompletterande normgivning till denna lag.

I avsnitt 2.3 och 2.4 beskrivs dessa närmare.

Inledningsvis sker dock, i två avsnitt, mycket korta introduktioner avseende EU:s statsstödsregler och hyreslagstiftningen eftersom dessa två regelverk på olika sätt antas ha hög relevans för frågor som utreds och diskuteras i denna rapport. Det är dock inte möjligt att separat utreda frågor kopplade till statsstödsregler och hyreslagstiftning inom ramen för syftet i denna rapport.

2.1 EU:s statsstödsregler

Lagen om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag är motiverad bl a av att det var viktigt att se till att det svenska regelverket inte stred mot EU:s statsstödsregler. Detta utreddes i utredningen "EU, allmännyttan och hyrorna - Betänkande av Utredningen om allmännyttans villkor " (SOU 2008:38), den sk Kochska utredningen. Utgångspunkten i denna rapport är de tolkningar av EU-reglerna som görs i denna utredning och i den proposition³ som låg till grund för lagen. Den tolkning som finns i kapitel 4 i prop 2009/10:185 är utgångspunkten i denna rapport när det gäller tolkningen av EU:s statsstödsregler. Någon diskussion om rimligheten i denna tolkning görs inte.

I detta sammanhang bör dock observeras att stöd som lämnats och inte omfattas av undantag för anmälningsplikt är otillåtna i följande fall⁴:

- Stöd som utgått utan att ha anmälts till EU-kommissionen enligt artikel 108.3⁵
- Stöd som utgått och som anmälts till EU-kommissionen men som ännu ej har avgjorts av EU-kommissionen
- Stöd som utgått och som anmälts till EU-kommissionen och som EU-kommissionen har förklarat vara i strid med statsstödsreglerna.

Otillåtet stöd ska som huvudregel återbetalas.

Ett antal olika situationer är tänkbara där EUs statsstödsregler skulle kunna aktualiseras. Nedan följer några exempel på sådana situationer:

- Kommunen ger ett förlusttäckningsbidrag till sitt bostadsföretag
- Kommunen ger ett bidrag för att täcka nedskrivningskostnader i sitt bostadsföretag
- Kommunen avstår från att kräva marknadsmässig avkastning på tillgångar i bolaget.
- Kommunen tillskjuter fastigheter till sitt bostadsföretag mot ett vederlag som understiger marknadspris

³ Prop 2009/10:185

⁴ Föredrag av advokat Olle Rislund, Advokatfirman Cederquist

⁵ I artikel 108.3 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget) (tidigare artikel 88.3 i fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen (EG-fördraget)) föreskrivs att Europeiska kommissionen måste underrättas om statliga stöd för att den ska kunna avgöra om stödet i fråga är förenligt med den gemensamma marknaden

- Kommunen betalar en hyra för av kommunen nyttjade lägenheter eller lokaler i sitt bostadsföretag som överstiger marknadshyran.
- Kommunen förmedlar ett lån till sitt bostadsföretag där räntan inte är marknadsmässig
- Kommunen ingår ett borgensåtagande till förmån för sitt bostadsföretag där borgensavgiften inte är marknadsmässig
- Kommunen "beordrar" sitt bostadsföretag att genomföra investeringar som inte kan visas vara lönsamma och bygga på affärsmässiga överväganden
- Etc

Listan ovan är bara några exempel på situationer där konflikt med EUs statsstödsregler kan aktualiseras. Fler exempel skulle kunna ges.

I sammanhanget kan exempelvis noteras följande bedömning när det gäller statsstödsregler och som kan ha relevans för kommunala bostadsföretag: "Utredningen gjorde bedömningen att en ordning med stöd till enbart bostadsföretag i kris måste anmälas till kommissionen. En sådan anmälan måste enligt utredningens bedömning avse såväl stöd som härrör från BKN som stöd som kommunen lämnar av egna medel till kommunala bostadsföretag i kris."⁶

I utredningen SOU 2011:69 – Olagligt statsstöd beskrivs bland annat ett antal intressanta domstolsutslag i mål som kan vara av intresse i denna rapport. Ett sådant mål handlar om Bredbandsutbyggnad i Stockholms kommunala bostadsföretag. I detta mål upphävdes det kommunala beslutet på grund av att det stred mot EUF-fördragets genomförandeförbud. Målet avsåg stöd till bland andra AB Svenska Bostäder, AB Stockholms hem, AB Familjebostäder och AB Stokab. Av domen framgår bland annat följande:

"Kammarrätten konstaterade emellertid bland annat att det i handlingsplanen saknades uppgifter om när projektet och investeringarna kunde antas bli självbärande, vilken kalkylränta som använts eller vilka avkastningskrav som gällde för projektet. Mot denna bakgrund fann kammarrätten att kommunens beslutsunderlag varit bristfälligt avseende 1) åtgärdens marknadsmässiga syfte, 2) de ekonomiska förutsättningarna för projektet i fråga om bland annat avkastningskrav och 3) ekonomiska kalkyler för investeringen, vilka medel som skulle användas, när och hur investeringen skulle ge avkastning, kalkylränta m.m. Enligt kammarrättens mening var kommunens affärsplan därför behäftad med sådana påtagliga brister att det inte föreföll sannolikt att en privat investerare skulle ha fattat samma investeringsbeslut under marknadsmässiga förhållanden. Enligt kammarrätten klarade investeringen därför inte en prövning enligt principen om den marknadsekonomiske investeraren och fick därför anses gynnande för mottagarna."⁷

Analogier från detta rättsfall kan sannolikt dras till situationer där exempelvis en kommun anger till sitt bostadsföretag att företaget ska verkställa en nyproduktion av hyresbostäder. Antag att det diskonterade nuvärdet av projektets samtliga framtida betalningsströmmar bedöms uppgå till 17.000:-/kvm medan produktionskostnaden uppgår till 25.000:-/kvm. Om bostadsföretaget tillmötesgår ägaren, kommunen, i ett sådant nyss beskrivet fall leder detta sannolikt till problem.

Jag kommer i fortsättningen dock inte att närmare gå in på eller utreda EU:s statsstödsregler inom ramen för denna rapport. Problematiken som diskuterats ovan tydliggör dock behovet av väl genomarbetade investeringsunderlag där marknadsmässiga avkastningskrav ligger till grund.

⁶ BKN 2008, s 21

⁷ SOU 2011:69 s 140

2.2 Hyreslagstiftningen

Bostadsföretagen, både privata och kommunala, påverkas också av den lagstiftning som rör hur hyror ska bestämmas. Grundregeln är att hyror bestäms genom kollektiva förhandlingar och att dessa kollektivt förhandlade hyror sedan ligger till grund för Hyresnämndens prövning om en hyra är rimlig eller inte. I denna rapport har jag inte anledning att gå närmare in på hur dessa förhandlingar går till och detaljerna i regelverket.

Liksom för EU:s statsstödsregler ovan kommer jag inte att närmare gå in på eller utreda hyreslagstiftningen och tolkningen av denna inom ramen för denna rapport.

Kravet på att det kommunala bostadsföretaget ska styras utifrån marknadsmässiga avkastningskrav kan dock påverka vilka yrkanden som företaget ska framföra i en hyresförhandling. Den aspekten berörs ytterligare i kapitel 6 samt i illustrativa exempel i bilaga 1 till denna rapport.

2.3 Lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag inkl förarbeten

Sedan den 1 januari 2011 gäller en ny lag (SFS 2010:879) om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag. Avsikten med lagen är att den ska förtydliga definitionen av bolagen men också ställa nya krav på hur verksamheten bedrivs och vilka överföringar som kan göras till ägaren d.v.s. kommunen:⁸

- Ett kommunalt bostadsaktiebolags huvudsakliga uppgift ska vara att i allmännyttigt syfte förvalta fastigheter med hyresrätter, främja bostadsförsörjningen i kommunen och erbjuda hyresgästerna inflytande.
- Den viktigaste förändringen från och med 2011 är att bolagen ska driva verksamheten enligt affärsmässiga principer och tillämpa marknadsmässiga avkastningskrav. Vidare är den begränsning av utdelningsbegränsningar som fanns i den s.k. Allbolagen ersatt av en begränsning av värdeöverföringar från kommunala bostadsaktiebolag.
- Begränsningen i värdeöverföringar kan kortfattat beskrivas enligt följande: Möjlig värdeöverföring är begränsad till ett belopp motsvarande den genomsnittliga statslåneräntan under föregående räkenskapsår med tillägg av en procentenhet vilket i sin tur multipliceras med av kommunen tillskjutet kapital. Vidare är denna värdeöverföring begränsad till att den inte för överstiga hälften av föregående års resultat. Denna begränsning gäller dock inte för överföring av sådant nettoöverskott som uppkommit vid avyttring av fastigheter under föregående räkenskapsår. Med nettoöverskott avses skillnaden mellan en fastighets försäljningspris och dess bokförda värde med tillägg för försäljningskostnader.⁹ Hälften av sådant nettoöverskott som nyss beskrivits får överföras till kommunen om särskilda villkor är uppfyllda.
- Ett kommunalt bostadsbolags vinst kan emellertid överföras från bolaget till kommunen om det görs för att finansiera åtgärder inom ramen för kommunens bostadsförsörjningsansvar.

⁸ Se bl.a. www.boverket.se, 2012-01-17

⁹ Lag (2010:879) om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag §§ 3-4

Det kan bl.a. röra sig om att främja integration och social sammanhållning eller åtgärder för att tillgodose behovet av bostäder för personer för vilka kommunen har ett särskilt ansvar.

I sammanhanget är det viktigt att framhålla att det är skillnad på värdeöverföringsregler och marknadsmässiga avkastningskrav. Att kommunerna som ägare till sina allmännyttiga bostadsföretag är underkastade begränsningar när det gäller möjliga värdeöverföringar är en helt annan sak än avkastningskrav och som är frikopplad från vilket avkastningskrav som ska ställas på bolaget eller på åtgärder i bolagets löpande verksamhet.

I propositionen framgår att bolagen ska ha *marknadsmässiga avkastningskrav*, vilket innebär att de ska undantas från självkostnadsprincipen¹⁰ och förbudet mot att driva företag i vinstsyfte i kommunallagen (1991:900). Vidare framgår av propositionen att marknadsmässig avkastning ska tolkas utifrån utgångspunkten hos aktörer med ett långsiktigt perspektiv där det långsiktiga resultatet och inte den kortsiktiga lönsamheten står i fokus.

”Begreppet affärsmässighet avser det övergripande förhållningssätt som ett icke subventionerat företag på en marknad intar för investeringar i sin dagliga drift och i relationen till andra aktörer. Det centrala perspektivet för ett affärsmässigt företag är företagets bästa. Det är viktigt att företaget har ett ordentligt underlag och dokumentation för att visa att det i sammanhanget inte förekommer någon form av otillåtet statsstöd och även varför en viss åtgärd anses affärsmässig. Det gäller för investeringar och åtgärder i den löpande driften. Relationerna mellan kommunen och dess bostadsföretag måste vara affärsmässiga och deras ekonomier hållas åtskilda.”¹¹

”Utredningen ansåg att ett affärsmässigt kommunalt bostadsaktiebolag får vidta åtgärder av social karaktär endast om det på viss sikt kan förväntas bli minst lika lönsamt för bolaget att vidta åtgärden som att avstå från den (SOU 2008:38 s. 276). Att ett företag tar ett aktivt samhällsansvar kan förenas med både god företagssed och ett affärsmässigt perspektiv. *Kungl. Tekniska Högskolan (KTH)* lyfter fram att det inom den privata sektorn diskuteras om s.k. Corporate Social Responsibility och vikten för företagets rykte och varumärke att ett bredare ansvar tas för aktiviteter och engagemang i samhällsfrågor. Regeringen delar KTH:s uppfattning att detta skapar ett utrymme för kommunala bolag att agera på liknande sätt. I sammanhanget bör dock framhållas att en kommun, enligt de föreslagna reglerna, inte kan kräva av sitt företag att det vidtar åtgärder som inte är lönsamma för företaget. Det väsentliga är att samhällsansvaret är ett uttryck för bolagets långsiktiga affärsmässiga engagemang och inte betingas av att bolaget har just en kommun som ägare.”¹²

” Ansvaret för bostadsförsörjningen kan aldrig övergå från kommunen till bolaget. Kommunala bostadsaktiebolag kan även utföra åtgärder som inte naturligt faller inom ramen för verksamheten därför att kommunen anser dem angelägna, men det ankommer då på kommunen, som anförts i det föregående, att såväl genomföra sådana uppdrag enligt gällande regler om bl.a. statsstöd och

¹⁰ Se även diskussion om problem i samband med att definiera självkostnader i ett bostadsföretag: Nordlund redogör ingående för olika sådana problemställningar i en bilaga 2 – *Vari ligger svårigheterna att definiera självkostnader i ett bostadsföretag* - till en skrift utgiven av SABO. Se källa SABO, 2007 i referensförteckningen.

¹¹ Prop 2009/10:185, s 85

¹² Prop 2009/10:185 s 42

offentlig upphandling som att finansiera dem. Det allmännyttiga syftet kommer också till uttryck i hur överskott från de kommunala bostadsföretagens verksamhet kan användas (se avsnitt 7.5).¹³

Den nya lagen innebär, som framgår av dessa citat, att det dras en tydligare gräns mellan vad som är kommunens och vad som är det kommunala bostadsföretagets ansvar. Kommunen ska göra bostadsförsörjningsplaner enligt lag om kommunernas bostadsförsörjningsansvar (2000:1383) och kommunen är också enligt Socialtjänstlagen ytterst ansvarig för att alla i kommunen har en rimlig bostadssituation. De åtgärder som kommunen vidtar för att nå de mål som formulerats måste dock vara sådana att de varken gynnar eller innebär särskilda krav på det kommunala bostadsföretaget som går emot företagets intresse.

2.4 Relevanta redovisningsregler

2.4.1 Översikt

Relevanta redovisningsregler när det gäller värdering av anläggningstillgångar (fastigheter) i balansräkningen finns i årsredovisningslagen, ÅRL, samt i tilläggsnormering till denna lag. Tilläggsnormering ges i första hand ut av Bokföringsnämnden, BFN, för onoterade företag. För företag som har aktier eller skuldebrev noterade på reglerad marknadsplats inom Europeiska Unionen måste även beakta internationell redovisningsstandard, International Financial Reporting Standards, IFRS, såsom dessa antagits av EU vid upprättande av sin externredovisning (koncernredovisningen). Redan inledningsvis bör omnämnas att BFN redan tidigare har gett ut ett förenklingsregelverk för ”mindre aktiebolag¹⁴”, det så kallade K2-regelverket¹⁵. Detta regelverk tas inte upp i det följande nedan.

Redovisningsregler samt tolkning och tillämpning av dessa har en central betydelse. Detta eftersom externredovisningen många gånger ger den systematiserade information och den verklighetsbeskrivning som sedan blir utgångspunkt för bedömning och uppföljning av olika företags lönsamhet och ekonomiska ställning. Bland annat kan exempelvis ett redovisat driftnetto ha betydelse för hur en utomstående betraktare bedömer ett visst företags genererade avkastning. I ett företag som tillämpar funktionsindeldad resultaträkning är den redovisade nivån på ett driftnetto i sin tur exempelvis beroende av hur företaget ifråga har dragit gränsen mellan fastighetsadministration, som påverkar driftnettot, och central administration, som inte påverkar driftnettot. En fråga som sannolikt är av ännu större betydelse vid utvärdering av ett redovisat driftnetto är hur företaget ifråga har dragit gränsen mellan utgifter vilka kostnadsförs som reparationer och underhåll respektive utgifter som aktiveras som investering i fastigheterna. Annorlunda uttryckt, om ett företag aktiverar mer underhållsutgifter/komponentbytesutgifter än ett annat företag som genomför samma åtgärder, trots att utgifterna är av samma karaktär/ekonomiska innebörd, så kan detta företag redovisa ett bättre driftnetto än det företag som kostnadsför sådana utgifter. Om vi antar att marknadsvärdet på de båda företagens fastighetsbestånd är lika stora så kommer det företag som

¹³ Prop 2009/10:185, s 42

¹⁴ Mindre företag är företag som inte överskrider mer än ett av följande gränskriterier: 50 anställda, 40 miljoner SEK när det gäller tillgångarnas redovisade värde (balansomslutning), 80 miljoner SEK i nettoomsättning.

¹⁵ BFNAR 2008:1

aktiverar mer utgifter att redovisa ett högre driftnetto och följaktligen en bättre direktavkastning än det företag som kostnadsför samma typ av utgifter.

En annan mycket viktig fråga är hur fastigheterna är värderade i balansräkningen. Utgångspunkten för företag som följer svenska redovisningsregler är att redovisade värden i balansräkningen är baserade på historiska anskaffningsvärden. Marknadsvärdet på fastigheterna kan dock avvika väsentligt från anskaffningsvärden som sedan successivt skrivits av med hänsyn till tillgångarnas nyttjandeperioder. I situationer där marknadsvärdet avviker från redovisade värden kan frågor aktualiseras avseende bland annat nedskrivning, uppskrivning eller tilläggsupplysningar om verkligt värde på fastigheterna. Här är det också viktigt att påpeka att den ekonomiska information som framgår ur resultat- och balansräkningar i årsredovisningar inte nödvändigtvis ger den korrekta information som är nödvändig för att bedöma lönsamhet utifrån perspektivet marknadsmässiga avkastningskrav. Ett tydligt exempel är när fastigheternas marknadsvärde väsentligt överstiger redovisade värden.

Hur redovisningsregler är formulerade samt tolkningen av dessa kan följaktligen få en väsentlig betydelse för såväl redovisade driftnettonivåer som vilka kapitalvärden fastigheterna representerar i balansräkningen.

Det är ganska omfattande förändringar på gång inom den kompletterande normgivningen till ÅRL när det gäller regler för externredovisning. För aktiebolag och ekonomiska föreningar kommer, för räkenskapsår som inleds närmast efter 31 december 2013, valen att stå mellan det så kallade K2-regelverket (mindre företag) och det så kallade K3-regelverket (större företag¹⁶). Det innebär att flera av de regler som fortfarande i nuläget gäller och hänvisas till nedan kommer att utfasas ur den kompletterande normgivningen och inte längre vara gällande för företagen efter detta datum. Det gäller bland annat normgivning från Redovisningsrådet (RR) och vissa äldre rekommendationer m.m. från Bokföringsnämnden (BFN).

2.4.2 Anskaffningsvärde och avskrivning

I de flesta fall klassificeras fastigheter som anläggningstillgångar ur ett redovisningsperspektiv. Anläggningstillgångar definieras som tillgångar vilka avses att stadigvarande brukas eller innehas i verksamheten. Med omsättningstillgång förstås annan tillgång.

Enligt ÅRL och svensk god redovisningssed ska anläggningstillgångar normalt redovisas med bas i historiska anskaffningsvärden. Avskrivning skall ske enligt plan så att tillgången är avskriven då nyttjandeperioden är till ända. I förekommande fall ska förekomst av eventuella restvärden på byggnader invägas i bedömning av avskrivningsbart belopp. Behov av att bedöma restvärden torde dock endast undantagsvis vara relevant eftersom företaget i princip behöver veta i förväg när under en byggnads livscykel som denna avses att avyttras för att kunna bedöma detta restvärde. Om ett restvärde ändå bedöms finnas och vara relevant ska detta uppskattas vid anskaffningstillfället i då rådande prisnivå, dvs framtida ökning av restvärdet är i praktiken ointressant. Eventuella ökringar i prisnivå på det framtida restvärdet får ändå inte påverka avskrivningen. Enligt BFNAR 2001:3 – *Redovisning av materiella anläggningstillgångar* och RR 12 – *Materiella anläggningstillgångar* är

¹⁶ Större företag är företag som överskrider mer än ett av följande gränskriterier: 50 anställda, 40 miljoner SEK när det gäller tillgångarnas redovisade värde (balansomslutning), 80 miljoner SEK i nettoomsättning.

byggnader och mark särskiljbara enheter. Byggnader skall avskrivas enligt plan medan marken inte avskrivs, ett synsätt som är accepterat även inom skatterätten då det gäller värdeminskingsavdrag. När det gäller avskrivning på byggnader är det viktigt att uttalandet från FAR, RedU12 - *Avskrivning av byggnad vid tillämpning av årsredovisningslagen*, beaktas vid bedömning av lämplig avskrivningsplan. Innebörden i RedU12 är kortfattat att företagen endera kan tillämpa en komponentansats, som jag återkommer till nedan, eller väga fram en avskrivning utifrån de olika komponenterna som ingår i en byggnad. En sådan vägning går till på så sätt att man viktar kostnadsandelar för de olika komponenterna och deras respektive nyttjandeperioder för att komma fram till avskrivningstid/-belopp. I allt väsentligt borde en sådan viktad avskrivningstid utmynna i samma avskrivningstid/-belopp som om en komponentansats tillämpats förutsatt att vägningsförfarandet skett på rätt sätt¹⁷. Tillämpas en komponentansats sker en uppdelning på exempelvis en byggnads olika delar varvid varje del (komponent) skrivs av för sig under komponenternas respektive nyttjandeperioder. När en komponent byts utträngas eventuellt kvarvarande redovisat värde på den del som bytts ut och anskaffningsutgiften för den nya komponenten bokas mot balansräkningens tillgångssida som byggnadstillgång, varefter avskrivning på komponenten börjar.

För nyuppförda bostadshyreshus kan viktade livslängder i normalfallet skattas till i storleksordningen 30-50 år. Uttryckt i avskrivningssatser ger detta ca 2-3 procent per år i förhållande till byggnadernas anskaffningsvärde¹⁸.

2.4.3 Uppskrivning

ÅRL ger även möjlighet att genomföra uppskrivning för anläggningstillgångar om fastighetsinnehavaren är ett aktiebolag eller en ekonomisk förening. Uppskrivning får göras om tillgången har ett värde som är tillförlitligt, bestående och väsentligt överstigande redovisat värde. Uppskrivning är dock inget krav. I *FAR:s rekommendation nr 3 – Redovisning av materiella anläggningstillgångar*, fanns en tolkning av begreppen bestående och väsentligt överstigande som anges i ÅRL. Denna rekommendation är dock numera utmönstrad ur redovisningsregelverket men samma lydelse återfinns bland ÅRL:s förarbeten. Med bestående ansågs att kvarvarande livslängd skulle vara minst 10 år och med väsentligt överstigande framfördes att 20 % kunde vara en ungefärlig nedre gräns. Själva uppskrivningen påverkar inte företagets resultaträkning. Vid uppskrivningen ökas tillgångens värde på balansräkningens aktivsida med beloppet för uppskrivningen och en särskild uppskrivningsfond, under rubriken eget kapital, samt uppskjuten skatteskuld motbokas på passivsidan. Uppskrivningsfonden tillhör det bundna egna kapitalet och är inte utdelningsbar till ägarna. Regler för uppskrivning finns i ÅRL 4 kap 6–8 §§. Uppskrivningsbeloppet, till den del det inte är hänförligt till mark, utgör också underlag för redovisningsmässig avskrivning.

2.4.4 Nedskrivning

I årsredovisningslagen (ÅRL)¹⁹ framgår att om en anläggningstillgång på balansdagen har ett lägre värde än redovisat nettovärde skall tillgången skrivas ned till detta lägre värde, om det kan antas att värdenedgången är *bestående*. Av denna lag framgår också att redovisningen skall följa god redovisningssed samt ge en rättvisande bild av företagets resultat och ställning.

¹⁷ Ätminstone borde detta gälla då det är fråga om en nyuppförd eller på annat sätt nyförvärvad byggnad

¹⁸ Se bl.a. Nordlund, 2010; Lundqvist & Nordlund, 2010; Hellman, Nordlund & Pramhäll, 2011

¹⁹ ÅRL 4 kap. 4 §

Om skäl för en tidigare gjord nedskrivning inte längre föreligger ska företaget reversera (återföra) nedskrivningen. Reverseringen sker via resultaträkningen och är maximerad till ett belopp som begränsas till att tillgången i fråga högst kan tas upp till det värde den skulle ha haft enligt den ursprungliga avskrivningsplanen om nedskrivningen inte skett.

En av ÅRL:s grundläggande principer är den så kallade försiktighetsprincipen. Av lagens grundläggande principer framgår att värdering skall ske med iakttagande av rimlig försiktighet samt att hänsyn skall tas till värdenedgångar oavsett om företaget gått med vinst eller förlust under räkenskapsåret. Värderingen av balansräkningens olika poster skall ske med uppdelning i de delposter varje post består av, post-för-post. Vidare finns ”going concern-synsättet” med bland dessa grundläggande principer vilket innebär att det inte är fråga om några likvidationsvärden vid värderingen.²⁰

De centrala problemfrågorna i att avgöra om det föreligger en nedskrivningssituation avseende fastighetstillgångar, ligger i hur man tolkar begreppen värde och bestående i lagtexten. Vilket är det värde som skall ligga till grund för bedömningen och, mot bakgrunden av att marknadsvärdet på fastigheter i normalfallet har en viss följsamhet med cykliska förlopp som reala ekonomiska tillväxtmönster och inflation, hur bedömningen går till vid beaktande av beståendekriteriet i årsredovisningslagen. Intressant i sammanhanget är också vad som kan betraktas som en post i värderingshänseende. Är en post en enskild fastighet eller är det frågan om en grupp av fastigheter i någon form av redovisningsenhet/resultatenhet?

När det gäller begreppet post i ÅRL kan registerfastigheten vara en bra utgångspunkt, men det finns i realiteten ingen direkt koppling i praxis till registerfastighetsbegreppet. Det är snarare innehållet som avgör vad som kan kvalificera sig som en post. Ett antal likartade registerfastigheter i ett sammanhållet område, med samma underhållsstatus och som är likvärdiga ur ett kundperspektiv kan utgöra en post. Omvänt är det mera tveksamt om en registerfastighet som innehåller väsentligt olika byggnader, exempelvis en nyproducerad och en äldre byggnad, kan utgöra en post.²¹

I författningskommentarer till ÅRL tolkas begreppet värde i ÅRL som *verkligt värde*, dvs. ett värdebegrepp som för många är synonymt med marknadsvärde. RR 17 – *Nedskrivningar* tolkar begreppet värde i ÅRL som återvinningsvärde definierat som det högsta av nettoförsäljningsvärdet eller nyttjandevärdet. Det är i detta sammanhang viktigt att observera att nyttjandevärdesbedömningen sker genom en diskontering av framtida kassaflöden med ett marknadsmässigt avkastningskrav, dvs. inte företagets egna avkastningskrav. Det marknadsmässiga avkastningskravet kan extraheras på olika sätt enligt RR 17. ”Diskonteringsfaktorn uppskattas utifrån de avkastningskrav som kan härledas ur aktuella marknadsmässiga transaktioner för liknande tillgångar²² eller från den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden²³ i noterade företag som har tillgångar med liknande risker och förmåner som den som är föremål för bedömning.”²⁴ Vidare är det viktigt att notera att nyttjandevärdet avser kassaflöden från tillgången i befintligt skick. Annorlunda uttryckt, i den utsträckning det finns framtida förbättringspotentialer kopplade till en viss tillgång så kan dessa potentialer inte påverka kassaflödena i nyttjandevärdesberäkningen innan företaget åsamkat sig

²⁰ ÅRL 2 kap 4 §

²¹ Nordlund, 2008

²² Se vidare under avsnitt 4.2.1 nedan avseende direktavkastningskrav på totalt kapital vilket är ett sätt att tolka dessa lydelser

²³ Se vidare under avsnitt 4.3.2 nedan avseende bland annat så kallad WACC vilket är ett möjligt sätt att tolka dessa lydelser

²⁴ RR 17 p 47

utgiften som är kopplad till denna förbättringspotential. Ett exempel skulle kunna vara en fastighet som i nuläget används för industriändamål men där högsta och bästa användning (highest and best use) är att använda fastigheten för bostadsändamål och att en sådan användning tillåts enligt gällande planbestämmelser. I ett sådant fall är det först när investering skett som den nya användningen kan tillåtas påverka nyttjandevärdesberäkningen. Annorlunda är det dock med nettoförsäljningsvärdet som är ett verkligt värde minskat med försäljningskostnader. Om marknaden åsätter en tillgång med en sådan förbättringspotential ett pris som är hänförligt till denna potential så påverkar det också nettoförsäljningsvärdet.

När det gäller beståenderekvisitet i ÅRL framgår följande av författningskommentarer till ÅRL²⁵: ”Bedömning av när en värdenedgång är bestående torde få göras med hänsyn till bl.a. tillgångens art och funktion samt värdenedgångens storlek. Det krav på försiktighet som finns intaget i 2 kap. 4 § torde i detta sammanhang tala för att nedskrivningsbestämmelserna inte ges en alltför restriktiv tillämpning. Om tillgångens värde har gått ner och det inte finns några indikationer på att värdet inom en snar framtid kommer att stiga igen, bör nedskrivning alltså ske.” Det åligger sålunda företaget att visa på de indikationer som talar för att värdet inom en snar framtid kommer att stiga igen. I en tolkningsbilaga till RR17 anges att bedömning av nettoförsäljningsvärde och nyttjandevärde innehåller en sådan långsiktighet att beståendekriteriet anses vara uppfyllt. Vidare finns FARs rekommendationer RedR1 – Årsredovisning i aktiebolag samt RedR5 – Redovisning av aktier och andelar. I RedR1 framgår att vägledning beträffande tolkning av beståendekriteriet kan sökas i RedR5. I RedR5 framgår i korthet att en resultatförsämring på grund av en tillfällig konjunkturnedgång inte behöver leda till en nedskrivning om värdet är återställt innan årsredovisningen skrivs under eller det på annat sätt kan antas att värdet snart kommer att vara återställt.

Bokföringsnämndens så kallade K3-regler²⁶ (för större företag) innehåller samma värdebegrepp som ovan nämnda RR17 och även samma beskrivning av metoder för att bedöma dessa värden. Vidare innehåller K3-regelverket en tolkning av beståendekriteriet i ÅRL som är liktydig med den tolkning som finns i anslutning till RR 17 och som beskrevs ovan. K3-reglerna ska tillämpas på räkenskapsår som påbörjas efter den 31 december 2013. I sammanhanget är det viktigt att observera att jämförelseåret i de finansiella rapporterna också ska vara upprättat i enlighet med K3-reglerna.

Tungt vägande skäl talar för att ett företag som väljer att inte skriva ned en fastighet, även om redovisat värde väsentligt överstiger verkligt värde måste åberopa argument för varför inte nedskrivning skett. Dessa argument borde då ta sin utgångspunkt i vad som i författningskommentaren menas med indikationer på att värdet inom en snar framtid ska stiga igen. Finns inga sådana indikationer är det min uppfattning att tillgången ska skrivas ner när rekvisiten, som diskuterats ovan, är uppfyllda. Skulle det i efterhand visa sig att värdet i alla fall återhämtar sig, finns bestämmelser i ÅRL 4 kap. 5 § om återföring/ reversering av gjord nedskrivning. Det är dock min uppfattning att företagen inte kan ”antecipera” framtida reverseringsmöjligheter och därigenom slippa skriva ner om lagens rekvisit, värde och bestående, är uppfyllda.²⁷

²⁵ Prop. 1995/96:10 del 2 s. 201

²⁶ BFNAR 2012:1

²⁷ Se även resonemang och slutsatser i Falkman, Nordlund & Rundfelt, 2009

2.4.5 Löpande värdering till verkligt värde

Den internationella redovisningsstandarden IAS 40 behandlar redovisningen av förvaltningsfastigheter. Med förvaltningsfastigheter avses fastigheter som innehas i syfte att erhålla avkastning i form av hyresintäkter och/eller värdestegring. Den "fair value model" som anges i denna standard föreskriver att verkligt värde på förvaltningsfastigheter skall redovisas direkt i balansräkningen och att värdeförändringen utgör en del av årets resultat. Tillämpning av "fair value model" innebär också att planmässig avskrivning försvinner som resultatbegrepp. Den alternativa metoden är "cost model". Enligt detta alternativ kan företagen välja att redovisa förvaltningsfastigheter till historiskt anskaffningsvärde minskad med planmässiga avskrivningar, men då skall verkliga värdet framgå av tilläggsupplysningar. Redovisningsrådet (RR) har utgivit en rekommendation – *RR 24 Förvaltningsfastigheter* – som föreskriver en redovisning som överensstämmer "cost model" alternativet i IAS 40. Enligt RR 24 kan man dock göra uppskrivning av förvaltningsfastigheter vilket inte är möjligt om man tillämpar "cost model" enligt IAS 40. För de företag som tillämpar IFRS kan den ovan beskrivna "fair value model" tillämpas i koncernredovisningen. I juridisk person är dock inte en tillämpning av denna modell tillåten enligt ÅRL.

Rörelsefastigheter kan, i koncernredovisningen, redovisas enligt en "revaluation model" (IAS 16) i företag som följer IFRS, vilket innebär att omvärdering kan ske årligen till verkligt värde eller måste i vart fall ske om väsentlig skillnad föreligger mellan redovisat värde och verkligt värde på tillgången, enligt denna modell. Viktigt att notera beträffande rörelsefastigheterna som redovisas enligt "revaluation model" är att årlig avskrivning ändå måste ske även om rörelsefastigheterna omvärderas till verkligt värde varje år. En eventuell uppjustering av rörelsefastigheternas redovisade värde till följd av omvärdering kommer inte att redovisas direkt i resultaträkningen utan mot balansräkningens egna kapital (Omvärderingsreserv (IFRS)). Det kan vara viktigt att komma ihåg att omvärdering till verkligt värde terminologimässigt inte är samma sak som nedskrivning och uppskrivning vilka behandlats ovan, utan är just omvärdering till verkligt värde.

Bokföringsnämndens så kallade K3-regler, som berördes ovan, innehåller krav på upplysning om verkligt värde i not för fastigheter som i redovisningen klassificeras som förvaltningsfastigheter. Vidare ska bl.a. lämnas upplysning om tillämpade metoder och väsentliga antaganden som tillämpats vid denna värdering²⁸.

2.4.6 Gränsdragning mellan underhållskostnad och investering

De svenska redovisningsrekommendationer (tilläggsnormering) man kan söka vägledning i när det gäller fastigheter, innehåller två olika principer för att avgöra om kostnadsföring eller aktivering ska ske av utgifter. Den ena principen avser initial redovisning (exempelvis vid köp eller nybyggnation av en fastighet) och den andra principen avser en situation då man efter ursprunglig anskaffning har tillkommande utgifter hänförliga till denna tillgång, exempelvis en takomläggning på en tidigare införskaffad fastighet.

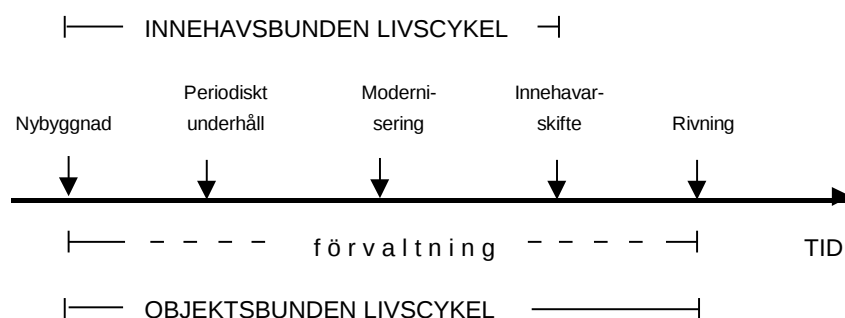
Enligt BFNAR 2001:3 – *Redovisning av materiella anläggningstillgångar* avsnitt 5.2 samt RR 12 – *Materiella anläggningstillgångar* pp 14-17 ska tillkommande utgifter avseende en materiell anläggningstillgång, exempelvis underhållsåtgärder på en fastighet, läggas till anskaffningsvärdet för

²⁸ I Nordlund, 2008, finns ett kapitel som handlar om vad som kan tänkas vara nödvändigt att beskriva i finansiella rapporter när det gäller tillämpade metoder och väsentliga antaganden vid fastighetsvärdering.

tillgången ifråga till den del tillgångens prestanda förbättras i förhållande till den nivå som gällde då tillgången ursprungligen anskaffades.

Här kan noteras att man i fastighetssammanhang ibland talar om den objektsbundna respektive innehavsbundna livscykeln för en bebyggd fastighet. Med den objektsbundna livscykeln för en byggnad avses tiden mellan nybyggnad och rivning, alternativt ombyggnad, medan den innehavsbundna livscykeln avser tiden mellan ägarskiftet/innehavarskiftet avseende en fastighet.²⁹ Redovisningsregeln som beskrevs i föregående stycke utgår från ett innehavsbundet livscykel-perspektiv. Dessa olika livscykler (objektsbunden respektive innehavsbunden) åskådliggöres i nedanstående figur.

Figur 1



Källa: Bejrums & Lundström, 1986, s 26

Figur 1: Aktiviteter under en byggnads livscykel.

Komponentansats

Enligt BFNAR 2001:3 avsnitt 6.3 samt RR 12 p 24 kan även ett komponentsynsätt komma ifråga när det gäller avskrivning på en tillgång som är sammansatt av olika delar som var för sig har olika nyttjandeperioder. En tillämpning av denna komponentansats innebär i förlängningen också effekter för gränsdragningsfrågan mellan underhållskostnad och investering. Åberopas ett komponentsynsätt torde vägledning sökas i Redovisningsrådets akutgrupps uttalande (URA) nr 31 – *Större besiktnings- och översynskostnader avseende materiella anläggningstillgångar* samt BFNAR 2003:1 – *Anläggningsregister* för avgörande av den redovisningsmässiga hanteringen av utgiften ifråga.³⁰ Sannolikt torde det även vara nödvändigt att söka vägledning i internationella redovisningsregler avseende tillämpning av en komponentansats i redovisningen, se vidare nedan. SABO Rekommendation 95:02 – *Om aktivering av upprustningskostnader*, kan också ge viss vägledning i detta sammanhang.

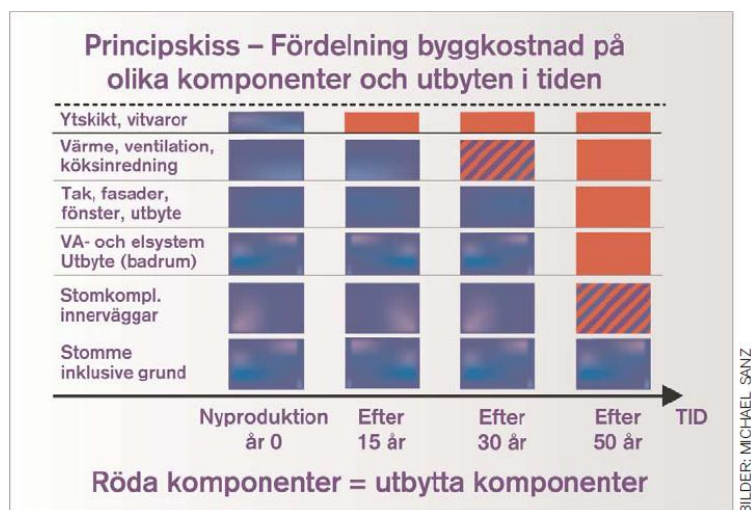
Skillnaden mellan "komponentansatsen" och "ansatsen prestandahöjande i förhållande till det ursprungliga anskaffningstillfället" ligger mycket kort beskrivet i att komponentansatsen utgår från skicket på tillgången omedelbart före genomförande av och utgift för utbytesåtgärden i företaget, medan det andra synsättet går tillbaka och jämför skicket på tillgången vid ursprunglig anskaffning. I princip identifierar man, vid tillämpning av komponentansats, vilka delar en sammansatt tillgång består av uppdelat på modertillgång och övriga delar av tillgången, vilka i sin tur har kortare livslängd än modertillgången. Modertillgången för en byggnad skulle kunna identifieras som

²⁹ Bejrums & Lundström, 1986

³⁰ Se även Jansson & Nordlund, 2005 samt Bejrums & Lind, 2002

byggnadsstomme³¹ medan exempelvis innerväggar, VA-system, yttertak m.m. kan identifieras som separata komponenter. Anskaffningsutgiften vid byte av delar, med kortare livslängd än modertillgången, i den sammansatta tillgången, aktiveras varefter dessa aktiveringar skrivs av över sina respektive nyttjandeperioder.³² Eventuellt kvarvarande redovisade värden på utbytta komponenter kostnadsföres i samband med utbytet (utrangeras) och utgift för nytillskapade komponenter aktiveras. Ett exempel på hur komponentindelning skulle kunna ske för ett nybyggt bostadshyreshus visas i nedanstående figur:

Figur 2



Källa: Nordlund, 2004/Balans, 2004

Figur 2: I ovanstående illustration visas tänkbar fördelning av byggkostnad och olika livslängder för olika komponenter på och i ett flerbostadshus.

Enligt nu gällande internationella redovisningsregler på området, IAS 16 – *Materiella anläggningstillgångar* samt IAS 40 – *Förvaltningsfastigheter*, är komponentansatsen ett krav när det gäller den aktuella gränsdragningsfrågan. Både IAS 16 och IAS 40 innehåller samma kriterier för när en utgift ska anses utgöra en tillgång, eller om kostnadsföring ska ske, i samband med att utgiften uppkommer. Tidigare versioner av IAS 16 och IAS 40 innehöll två olika principer för att avgöra om kostnadsföring eller aktivering skulle ske i likhet med beskrivningen av de svenska redovisningsreglerna ovan. Som en följd av att man år 2003 ändrade standarderna på ett sådant sätt att de utgick från en komponentansats, tog man bort de två principer som fanns i de tidigare standarderna, vilka utgifter prövades mot, huruvida de skulle aktiveras eller ej. Dessa två principer ersattes med en enda princip som utgifter ska prövas mot vid avgörande om kostnadsföring eller aktivering ska ske. Denna princip omfattar numera både initial redovisning av den sammansatta tillgången (exempelvis en fastighet) och därefter tillkommande utgifter hänförliga till denna sammansatta tillgång. Byte av mindre delar kostnadsföres dock löpande enligt dessa regler. I den engelska versionen av IAS 16 och IAS 40 benämnes sådant som ska kostnadsföras med begreppet "day-to-day servicing". I motiveringarna till IAS 16, som på engelska benämnes "Basis for Conclusions", BC 10, finner man bland annat följande lydelse som motiverar varför man valt en komponentansats: "use of one recognition principle fosters consistency. With two principles, consistency is not achieved unless it is clear when each should apply." Detta torde kunna tolkas som

³¹ Pelare, bjälklag, bärande väggar, takstolar, husgrund etc.

³² Nordlund, 2004

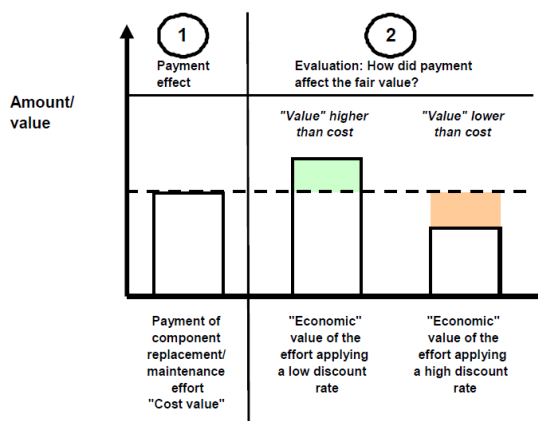
att en redovisning som leder till att en fastighetsägare kostnadsför ett stambyte medan en annan fastighetsägare aktiverar stambytet leder till en redovisning som svårligen kan förstås av externa användare av redovisningen. En sådan redovisning där likartade åtgärder behandlas olika i olika fall blir därför av reducerad nytta för användaren av redovisningsrapporterna och strävan synes vara att åtgärder med likartad ekonomisk innebörd ska redovisas lika oavsett vem som redovisar åtgärden.

I detta sammanhang är det viktigt att notera att BFN:s regelverk för större företag, det så kallade K3-regelverket som också tagits upp i andra frågeställningar ovan, föreskriver en komponentansats i redovisningen för materiella anläggningstillgångar. Som framgått ovan påverkar en komponentansats både hur avskrivning sker och hur gräns dras mellan underhållskostnad och investering.

Ekonomisk-teoretiskt synsätt

Ett ekonomisk-teoretiskt synsätt att se på gränsdragning mellan underhållskostnad och investering skulle kunna vara grundat på huruvida marknadsvärdet på en tillgång ökar efter att vissa åtgärder/utbyten skett av delar på eller i tillgången ifråga. Ett problem härvidlag är dock att någorlunda objektivt kunna mäta tillgångens marknadsvärde före och efter sådana åtgärder. Det ekonomisk-teoretiska synsättet så som det diskuteras i detta stycke finns inte heller uttryckt i vare sig ÅRL, förarbeten till denna lag eller tilläggsnormering till lagstiftningen. Lind (1995) och Nordlund (2008) diskuterar problematiken kring en ekonomisk-teoretisk gränsdragning mellan underhållskostnad och investering relativt ingående. I nedanstående figur visas på frågeställningar som kan uppstå i de fall det "ekonomiska värdet" man söker inte ökar på samma sätt som den nedlagda utgiften för aktuell åtgärd.

Figur 3



Källa: Nordlund, 2008

Figur 3: I ovanstående figur visas en principillustration av läge 1 där man har en utgift för ett komponentbyte, en anskaffningsutgift. I läge 2 analyserar man om denna åtgärd ledde fram till att fastighetens ekonomiska värde ökade mer eller mindre än själva utgiften. Nästa fråga blir hur man ska hantera den eventuella skillnad som uppstår. Ska den behandlas som underhållskostnader eller på annat sätt i redovisningen enligt detta synsätt?

2.4.7 Sammanfattning om effekter av redovisningsregler

Av ovanstående redogörelser för gällande redovisningsregler samt hur dessa borde tolkas har framgått att:

- Nybyggda bostadshyreshus som redovisas baserat på anskaffningsvärden borde i normalfallet skrivas av med procentsatser om 2-3 %.

- Gräns mellan underhållskostnad och investering borde ske enligt en komponentansats vilket i praktiken torde innebära att reparationer och vissa planerade underhållsåtgärder av mindre omfattande karaktär kostnadsförs löpande, medan större och mer väsentliga byten av byggnadsdelar aktiveras som tillgång. För företag som tillämpar K3-regelverket blir komponentansatsen ett krav när detta regelverk träder i kraft.
- När marknadsvärdet är lägre än redovisat värde för en fastighet ska fastigheten i normalfallet skrivas ned och om värdet stiger igen så att marknadsvärdet överstiger ett nedskrivet redovisat värde ska nedskrivningen reverseras upp till ett belopp som maximalt motsvarar vad fastigheten hade varit avskriven till om nedskrivning inte skett i första läget.
- Fastigheter vars marknadsvärde väsentligt överstiger redovisat värde och kriterierna tillförlitlighet och bestående i lagtexten är uppfyllda när det gäller detta bedömda värde, får skrivas upp i redovisningen om fastighetsinnehavaren är ett aktiebolag eller en ekonomisk förening.
- Det så kallade K3-regelverket från BFN anger att verkligt värde ska upplysas om i not när det gäller förvaltningsfastigheter.
- Företag som är aktiebolag eller ekonomiska föreningar kan i vissa fall göra uppskrivning av anläggningstillgångarnas redovisade värden i fall då övervärden föreligger i jämförelse med redovisade värden.
- Situationer när marknadsvärden understiger redovisade värden borde ha omhändertagits av nedskrivningsreglerna.
- Behov av/möjlighet till upp- och nedskrivningar ska bedömas post-för-post.

Kapitel 3 Grundläggande ekonomiska begrepp: En kort introduktion

3.1 Inledning

I detta kapitel beskrivs och diskuteras relevanta värdebegrepp, avkastningsbegrepp samt vilka värderingsmetoder som kan användas för att bedöma olika typer av ekonomiska värden. Vidare diskuteras olika typer av problem vid tillämpning av sådana metoder som tas upp, framförallt problem förknippade med begreppet direktavkastning och bedömning av kassaflödesposter vid tillämpning av avkastningskalkylbaserade metoder. Avslutningsvis diskuteras förekomst av osäkerhet i samband med värdebedömning av fastigheter.

3.2 Värdebegrepp och värderingsmetoder

3.2.1 Begreppet marknadsvärde

När man värderar en fastighet är målet i regel att fastställa fastighetens *marknadsvärde*. Marknadsvärde definieras i princip som det mest sannolika priset om fastigheten säljs på marknaden på normalt sätt (vissa marknadsföringskanaler, viss försäljningsmetod, viss tid på sig, marknadsmässiga villkor avseende exempelvis finansiering och andra villkor). Marknadsvärdet hänför sig alltid till en viss tidpunkt.

Det är viktigt att notera att med denna definition följer:

- Priset vid en försäljning kan avvika från marknadsvärdet t ex om den ena parten har mer kunskaper och är skickligare än den andra parten på att förhandla.
- Det finns ingen fundamental skillnad mellan pris och marknadsvärde såsom det definieras ovan. Jämför uttryck som "Att veta priset på allt men inte värdet på något" vilket ju pekar på en mer fundamental skillnad mellan begreppen.
- Bedömning av ett marknadsvärde innebär i princip att bedöma ett hypotetiskt transaktionspris på marknadsmässiga villkor vid värdetidpunkten mellan hypotetiska köpare och hypotetiska säljare.
- I sammanhanget är det dock viktigt att understryka att i vissa marknadssituationer, exempelvis vid kraftiga nedgångar på marknaden, kan mycket väl denne hypotetiska säljare "vara villig" att "sälja" även om den aktuelle innehavaren av tillgången tycker att priset skulle vara för lågt och därmed inte vill genomföra någon transaktion.

Ett annat viktigt värdebegrepp för t ex en bostadshyresfastighet är det som kallas *individuellt avkastningsvärde*. Här handlar det inte om ett sannolikt pris på marknaden utan om vad en specifik köpare maximalt kan vara villig att betala och vad som är det lägsta pris som en specifik säljare kan tänkas acceptera. Det individuella avkastningsvärdet speglar vad en specifik aktör med viss kompetens och vissa förväntningar kan få ut av fastigheten.

Man kan se det som att varje företag gör en investeringskalkyl rörande vad de skulle kunna få ut av att äga en viss fastighet. Då lägger man in i kalkyler de intäkter och kostnader som företaget själv tror

det blir och använder ett avkastningskrav som speglar den riskbedömning som företaget själv gör. Att det överhuvudtaget blir en transaktion på en marknad beror i princip på att säljarens individuella avkastningsvärde är lägre än köparens. Köparen värderar fastigheten högre och är därför villig att betala ett pris som säljaren tycker är attraktivt i förhållande till säljarens individuella avkastningsvärde.

Avsnitt 2.4 som handlade om relevanta redovisningsregler innehöll olika redovisningsrelaterade värdebegrepp. För att undvika risk för missförstånd gör jag här en snabb genomgång av sådana värdebegrepp och relaterar dem till de ovan angivna värdebegreppen *marknadsvärde* och *individuellt avkastningsvärde*.

Verkligt värde innebär samma sak som *marknadsvärde*. Det förekommer helt enkelt två olika värdebegrepp med samma innebörd. Verkligt värde används i redovisningssammanhang och marknadsvärde i andra sammanhang, exempelvis av fastighetsvärderare, banker m.fl. Annorlunda uttryckt om man försöker bedöma verkligt värde eller marknadsvärde spelar egentligen ingen roll eftersom man egentligen vill ta reda på samma sak, oavsett namn på värdebegrepp.

Nettoförsäljningsvärde/verkligt värde minus försäljningskostnader innebär samma sak som marknadsvärde dock minskat med försäljnings-/avyttringskostnader.

Nyttjandevärde förefaller likna individuellt avkastningsvärde eftersom innehavarens egna bedömda framtida kassaflöden ska diskonteras till nuvärde, men här måste observeras att diskontering sker med marknadsmässigt avkastningskrav inte företagets egna avkastningskrav samt att en framtida förbättringspotential inte får påverka nyttjandevärdesberäkningen. Nyttjandevärdet kan därmed sägas vara en hybrid mellan individuellt avkastningsvärde, marknadsvärde och värde i nuvarande användning.

3.2.2 Värderingsmetoder

När en värderare ska bedöma marknadsvärdet på en fastighet handlar det i regel om att dra slutsatser från vad som nyligen betalats vid genomförda transaktioner för liknande fastigheter. Detta kallas för att använda en ortsprismetod. För vissa fastigheter, t ex radhus, finns ofta försäljningar av liknande fastigheter som nyligen genomförts och startpunkten för bedömningen av marknadsvärdet är då priset vid dessa transaktioner. Det finns dock alltid skillnader mellan olika fastigheter och värderaren gör då olika justeringar, t ex utifrån standard och skick. Dessa sker dock i regel "erfarenhetsmässigt" utifrån värderarens allmänna kunskap om hur dessa skillnader brukar påverka priset som man får ut, men det kan även finnas statistiska undersökningar bakom.

Kontorsfastigheter och andra kommersiella fastigheter är dock tämligen unika och det går ofta inte att hitta någon fastighet som nyligen sålts som har ens ungefär samma egenskaper som det aktuella värderingsobjektet. Vid värdering av dessa fastigheter sker därför någon form av normering av de observerade priserna.

- Enklaste normeringen är att räkna ut pris per kvadratmeter. Ska vi sedan värdera en liknande fastighet som har en annan yta så applicerar vi detta observerade kvadratmeterpris på den fastigheten. Har fastigheterna samma läge och standard är det kanske rimligt att tro att "marknaden" åsätter dem samma kvadratmeterpris. Värderaren kan också använda sina erfarenheter för att göra

vissa justeringar, t ex att en större fastighet kanske betingar ett något lägre kvadratmeterpris, allt annat lika.

Det finns dock flera andra sätt att normera de priser som observerats, t ex:

- Priset relateras till fastighetens taxeringsvärde. Ser man på genomförda transaktioner vid en viss tidpunkt kanske man ser att priset i regel är dubbelt så högt som taxeringsvärdet. Då kan man använda denna relation för att värdera en annan fastighet: Mest sannolikt pris för den skulle helt enkelt vara dubbla taxeringsvärdet. Kvoten mellan pris och taxeringsvärde kallas för köpeskillingskoefficient.

- Priset relateras till hyran. Det kan vara så att på en viss delmarknad finns ett relativt stabilt samband mellan hyresnivån i fastigheten och observerat pris. Priset (som helhet eller per kvadratmeter) ligger kanske 10-12 gånger den gällande hyran och då kan ju den relationen - som kallas bruttokapitaliseringsfaktor - användas för att värdera andra liknande fastigheter där hyresnivån är känd. Man multiplicerar bara hyran med den bedömda bruttokapitaliseringsfaktorn. Även här kan erfarenhetsmässiga justeringar göras om det finns skillnader mellan de fastigheter som tidigare sålts och den fastighet som nu ska värderas.

- Priset relateras till driftnettot. Om köpare av t ex en kontorsfastighet strävar efter att maximera sin vinst är det rimligen driftnettot - skillnaden mellan hyresintäkter och drift och underhållskostnader - som är det mest intressanta för en köpare och i så fall är det rimligen ett stabilare samband mellan priser och driftnetton än mellan priser och andra variabler. Dividerar man driftnettot med observerade priser får man något som kallas fastighetens direktavkastning och det är mycket vanligt att man värderar fastigheter utifrån att man bedömer att de som investerar på en viss marknad har ett visst direktavkastningskrav (som t ex speglar risk och förväntningar om framtida värden). Låt oss t ex anta att man observerat att fastigheter på en viss marknad sålts för 30 000 kr per kvm och att de har ett driftnetto år 1 på 1.500 kr per kvm. Detta innebär att det betalda priset speglar ett direktavkastningskrav på 5 % ($1.500/30.000$). Om man nu ska värdera en fastighet på samma delmarknad som har ett driftnetto på 2.000 kr per kvm skulle resultatet bli $2.000/0,05$, dvs en investerare som begär 5 % i direktavkastning skulle vara villig att betala 40.000 kr per kvm för en fastighet med ett driftnetto på 2.000kr/kvm.

Ibland finns det inte några riktigt jämförbara köp av t ex kontorshus på en viss marknad och en metod som då används brukar kallas för *marknadssimulering* eller *kassaflödesmetod*. Denna metod bygger på att värderaren försöker simulera hur aktörerna på marknaden tänker. Vad tror aktörerna om vilket framtida driftnetto som fastigheten kan ge upphov till, vad tror de om vilka kostnader som måste läggas ner på framtida underhåll och ombyggnader och vad tror marknadens aktörer om risken på den aktuella marknaden?

Kassaflödesmetoden innebär i princip att värderaren gör en investeringskalkyl utifrån vad man tror är den bedömning av kassaflöde och risk som den typiske aktören på marknaden gör. De konsultföretag som arbetar med fastighetsvärderingar hjälper också till i samband med transaktioner och kan på det sättet bygga upp kunskaper om hur marknadens aktörer tänker. En kritiskt del i denna bedömning är hur värderaren kommer fram till den riskpremie som ska tillämpas och påverka avkastningskravet i det specifika fallet. Ett möjligt angreppssätt diskuteras nedan i avsnitt 4.2.1.

Jag nämnde ovan att man kan beräkna ett *individuellt avkastningsvärde* genom att göra en investeringsanalys utifrån en viss aktörs situation. Vid marknadsvärdering med kassaflödesmetoden så gör man en motsvarande investeringsanalys men då utifrån en "förväntad" typisk köpare/säljares situation och bedömning. Även i denna situation är givetvis bedömning av nivå på riskpremie i avkastningskravet en viktig del samt hur storleken på denna riskpremie motiveras, se diskussion i närmaste föregående stycke.

3.3 Avkastningsbegrepp

3.3.1 Översikt

En investering i en fastighet ger avkastning på två sätt, dels genom en löpande inkomst som vanligen definieras utifrån ett driftnetto, dvs hyresinbetalningar minus drift och underhållsbetalningar, dels genom en värdeförändring. Avkastningarna kan med andra ord dels genereras genom kassaflöden (exempelvis driftnetton) och dels genom värdeförändring (-stegring). Ofta används drift- och underhållskostnader som approximation på utbetalningar. Rent logiskt borde en förväntan om framtida värdestegring på längre sikt bero på en tro på stigande framtida kassaflöden, exempelvis stigande hyror och/eller sänkta drift och underhållsutbetalningar. Om så inte är fallet skulle successivt avkastningen/förräntningen bli lägre och lägre i takt med att tillgångens värde stiger för att slutligen kunna bli ohållbart låg.

Investeraren antas agera utifrån ett avkastningskrav på sin investering och då handlar det om kravet på summan av dessa avkastningar som beskrevs i föregående stycke. Detta kan också ses som det räntekrav som investerare lägger in i en investeringskalkyl där man ser på det kassaflöde som en investering ger, tillsammans med det restvärde som finns vid kalkylhorisonten. Hur investerarens avkastningskrav på sitt investerade kapital kan bestämmas diskuteras närmare i nästa avsnitt. Resten av detta avsnitt ägnas åt begreppet direktavkastningskrav eftersom det är ett vanligt begrepp i fastighetssammanhang.

3.3.2 Direktavkastning: Definition och några mätproblem.

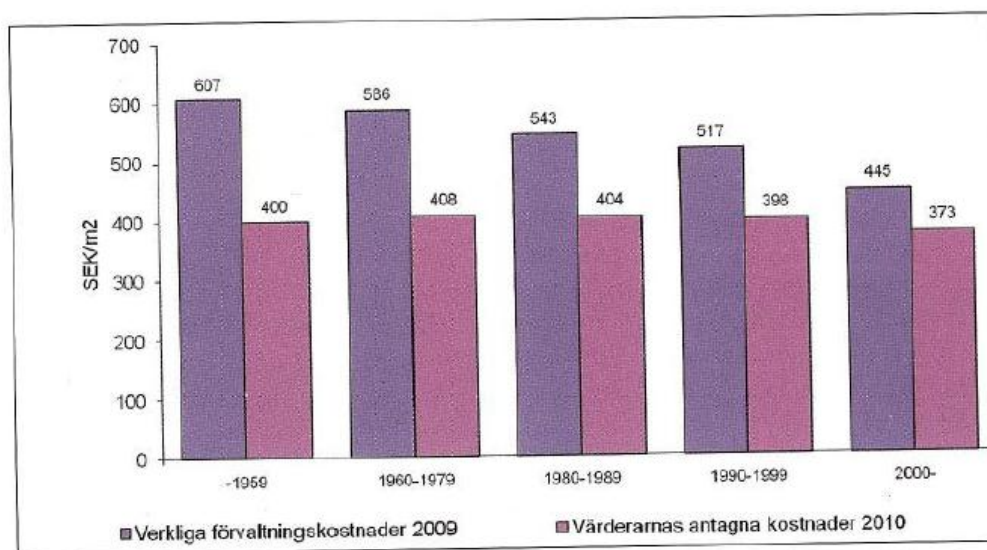
Direktavkastning ("income return" eller "yield" på engelska) definieras i princip som kvoten mellan driftnetto (under ett år) och marknadsvärde. I samband med fastighetstransaktioner mäts direktavkastningen i regel som kvoten mellan driftnetto och betalt pris, t ex när man säger att ett bolag "köpte en fastighet till en viss direktavkastning." I fortsättningen kommer jag dock att utgå från att nämnaren när direktavkastningen definieras är marknadsvärdet (vid en viss tidpunkt eller genomsnittet under den aktuella perioden).

Om vi betraktar marknadsvärde som ett oproblematiskt begrepp så återstår att säga något om täljaren – begreppet driftnetto. Driftnetto definieras som hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader.

När det gäller intäktssidan skriver man den ibland som intäkter vid full uthyrning minus vakanskostnader, men i fortsättningen kommer jag enbart att tala om "hyresintäkter" och då syftas på vad som verkligen flyter in under det aktuella året.

Problemen är större när det gäller drift- och underhållskostnader. När man jämför driftnetton som redovisas av olika företag är det viktigt att vara medveten om att det kan finnas skillnader i redovisningsprinciper som påverkar redovisade driftnetton, särskilt på fastighetsnivån. En kritisk punkt som diskuterades i föregående kapitel är gränsdragningen mellan vilka insatser i fastigheterna som kostnadsförs och vilka som aktiveras. Ju mer som kostnadsförs direkt desto lägre direktavkastning kommer företaget att redovisa även om de underliggande kassaflöden är identiska i de båda företagen. En annan central fråga är vilka kostnader som fördelas ut på fastigheter och vilka som inte fördelas. Vanligen tar man inte med kostnader för central administration när man beräknar direktavkastningen på en fastighet. Eftersom olika företag kan ha olika organisation och hänföra olika stora andelar av sina administrationskostnader till central administration finns här en felkälla som man måste hålla ögonen på. En tumregel kan dock vara här att fastighetsadministrationen normalt sett borde vara större än hälften av totala administrationskostnader och att centraladministrationen följaktligen skulle vara mindre än hälften av dessa kostnader. En tredje aspekt som är viktig när direktavkastningskrav bedöms är om det är fråga om verkliga eller schabloniserade kostnader. Under många år har det varit en diskussion om att de schabloniserade drift- och underhållskostnader som används vid fastighetsvärdering legat klart under de nivåer som framkommer i företagens redovisning (se tex Gustafsson & Lundström 2006 och Wiman 2011). Nedanstående figur visar hur antaganden avseende drift- och underhåll såg ut i värderingar för IPD Bostadsindex år 2010 i jämförelse med verkliga utfall 2009 enligt redovisningsrapporter:

Figur 4

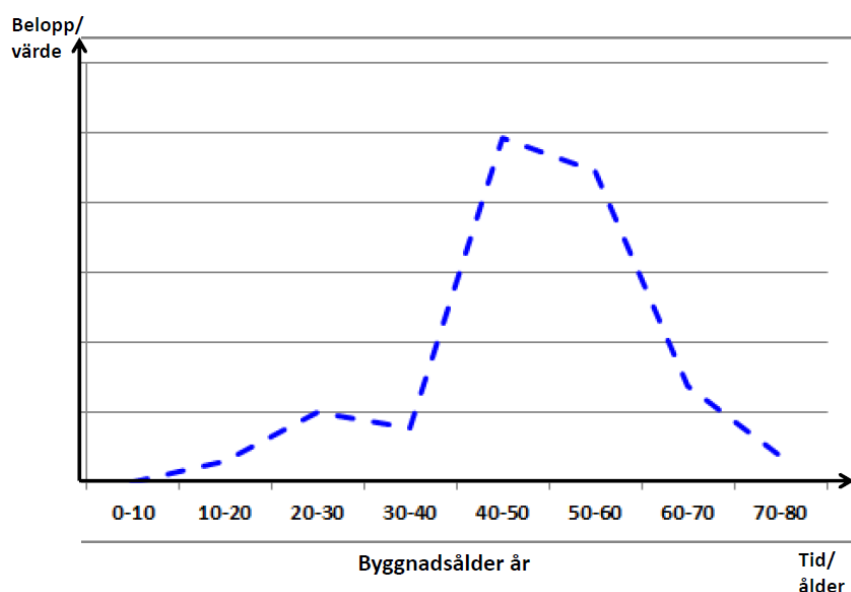


Figur 4: I Ovanstående illustration framgår hur värderarnas antaganden i värderingar för IPD Bostadsindex 2010 skiljer sig från verkliga utfall enligt redovisningsrapporter 2009 och hur dessa skillnader ser för fastigheter i olika värdeårsklasser. Källa: Wiman, 2011

En annan aspekt som är viktig att beakta, och som inte synes återspeglas i värderarnas antaganden avseende drift- och underhållsnivåer, är de livscykelbetingade mönstren för byggnader när det gäller utbetalningar avseende reparation och underhåll³³. Nedanstående principillustration avseende planerat underhållsbehov under en byggnads livscykel får illustrera detta:

³³ Se exempelvis även Bejrum, 1987 och Bejrum et al, 1992

Figur 5



Figur 5: Ovanstående figur illustrerar mönstret avseende utbetalningar för planerat underhåll/komponentbyten för ett "normalt" bostadshyreshus under år 1-80 under byggnadens livscykel. Kurvan utgör en sammanvägd bedömning utifrån bl.a. källorna Ejermark, 1997; SABO, 1993; Bejrum & Lind, 2002; SABO, 2009; Bejrum, Lind & Victorin, 1999.

Enligt de resonemang som förs i Nordlund (2008) borde det vara mest rationellt att göra den bedömningen att de utbetalningar som inte höjer marknadsvärdet skulle behöva belasta driftnettot i värderingskalkylen för att få ett teoretiskt korrekt värde. Lind (1995) för fram att det förefaller finnas en konsensusuppfattning bland värderare på marknaden att marknadsvärdet inte ökar med lika stort belopp som utgiften för planerat underhåll/komponentbyten relaterat till en fastighet. Nordlund (2008) för dessutom fram tanken att exakt samma typ av åtgärd skulle kunna påverka marknadsvärdet med olika stora effekter trots likartade utgifter beroende på olika marknadsförhållanden. Mot bakgrund av vad som nyss förts fram är det sannolikt att utbetalningar för icke marknadsvärdehöjande reparations- och underhållsinsatser borde stiga i takt med att byggnaden blir äldre intill dess en eventuell genomgripande ombyggnad/renovering sker. I sammanhanget bör också observeras att det många gånger kan vara svårt att avgöra vad som är en optimal underhållsstrategi för en fastighet eller ett fastighetsföretag vilket diskuteras i Lind (2010). Sådana optimeringsfrågor skapar ytterligare problemdimensioner när det gäller att avgöra vad som kan vara en relevant nivå på "normaliserade" reparations- och underhållsbetalningar för en viss fastighet eller för ett fastighetsföretag.

Ovanstående innebär att man behöver väga in hur fastigheternas tekniska skick är och i vilket stadie i livscykeln byggnaden befinner sig för att bedöma vad som är en rimlig nivå på underhållsbetalningen för en specifik fastighet.

Vad som anförts ovan leder till att det driftnetto som används i fastighetsvärderingar ligger betydligt högre än de "verkliga" i många fall, men framförallt är det sannolikt att avvikelserna är störst för byggnader som inte är nybyggda. Detta innebär inte med nödvändighet att det blir fel i den värdering

som görs. Om värderingen görs genom att det schabloniserade driftnettot divideras med ett direktavkastningskrav som observerats på marknaden så blir resultatet rätt om det direktavkastningskrav som observerats på marknaden också bygger på de lägre schabloniserade drift- och underhållskostnaderna. Vi kan t ex tänka oss att det "sanna" driftnettot är 800 kr per kvm medan det blir 1.000 kr/kvm om man använder schabloniserade siffror. Utifrån observerade marknadsvärden på 20.000 kr per kvm kan man härleda en "sann" direktavkastning på 4%, och en direktavkastning utifrån schabloniserade värden på 5%.

Varför skiljer direktavkastningen åt mellan olika fastigheter?

I detta avsnitt antar jag att man har bestämt sig för en viss definition av direktavkastning och att alla mäter på samma sätt.

Frågan om vad som bestämmer direktavkastningen kan också uttryckas som en fråga om sambandet mellan driftnettot år 1 och hur mycket en rationell aktör är beredd att betala för fastigheten. Låt oss för diskussionens skull anta att ett antal fastigheter har samma driftnetto år 1 och att frågan är varför den rationelle aktören kan tänka sig att betala olika mycket för dessa fastigheter.

Tänker vi oss att den rationelle aktören planerar att ha fastigheten under en viss tid och sedan sälja den så kan vi dela in orsakerna till att aktören är beredd att betala olika mycket till sådana som är knutna till framtida driftnetton och sådana som är knutna till restvärdet. Utifrån detta kan vi tolka ett antal klassiska mönster.

- Direktavkastningen är lägre på växande marknader – eftersom man där har mer positiva förväntningar både om kommande driftnetton och om framtida restvärden.
- Direktavkastningen är lägre i centrala lägen – eftersom man där har mer positiva förväntningar om framtiden och kanske också bedömer att det är mindre riskfyllda, dvs mindre risk för svängningar i driftnettot.
- Direktavkastningen kan vara lägre för fastigheter med nyuppförda byggnader – helt enkelt därför att olika underhållsutgifter då ligger längre fram i tiden. Logiskt sett kan det dock argumenteras för att direktavkastningskravet borde vara högre för nyuppförda byggnader i jämförelse med fastigheter med äldre byggnader, helt enkelt för att en större andel av värdet på fastigheten (byggnader och mark) är hänförligt till byggnader som innehåller större risker för framtida real värdeminskning än vad själva marken (byggrätten) gör. Direktavkastningskravet ska ju återspegla värdet för hela fastigheten (byggnader och mark).
- Direktavkastningen är högre för hotell och köpcentrum än för kontorsfastigheter (allt annat lika) – eftersom hotell och köpcentrum oftare kräver relativt stora renoveringar för att vara konkurrenskraftiga.
- Direktavkastningen är lägre om det finns en inbyggd option – en bostadsfastighet i ett centralt läge där det finns möjlighet att ombilda till bostadsrätt kommer att handlas till en lägre direktavkastning än en fastighet i ett mindre attraktivt läge eftersom det finns möjlighet att sälja till ett högre pris. Det kan emellertid vara andra inbyggda optioner – ett äldre kontorshus som är lätt att bygga om så att det tillgodoser dagens efterfrågan kommer att handlas till en lägre direktavkastning än ett som är svårt att bygga om.

Ibland kan det vara en samverkan mellan flera faktorer och det är mer eller mindre omöjligt att isolera den enskilda faktorns roll. Ett lägre direktavkastningskrav i ett attraktivt läge kan sammanhålla med tro på ett ökande driftnetto, högt framtida försäljningspris och/eller låg risk.

En problematik som översiktligt togs upp i bl.a. den hearing om avkastningskrav som gjordes i den s.k. "Kochska utredningen" är hur man ska förhålla sig till influenser på avkastningskrav av så kallade bostadsrättsombildningspotentialer på starkare bostadsmarknader. Kortfattat kan detta beskrivas som att det i vissa fall är så att en bostadsrättsförening är beredd att betala ett högre pris för en bostadshyresfastighet än en potentiell köpare som avser att använda fastigheten som uthyrningsobjekt på bostadsmarknaden. Därigenom blir de observerade direktavkastningskraven lägre när sådana influenser från bostadsrättsmarknaden finns. En av experterna i hearingen tyckte inte att sådana influenser borde påverka det marknadsmässiga avkastningskravet som kommunala allmännyttiga bostadsföretag skulle behöva tillämpa.³⁴

3.4 Varians/ osäkerhet i värdebedömningar

Ett problem av särskilt intresse vid värdering av fastigheter är att det föreligger en varians/ osäkerhet vid värdebedömningar av dessa. Osäkerheten har i olika sammanhang mätts som vilken normal förväntad spridning man kan få om man anlitar olika värderare men även utifrån precisionen i värderingar vid jämförelse med faktiska försäljningspriser. Vissa studier, i Sverige och utomlands, antyder en varians/osäkerhet på i storleksordningen +/- 10 % vid bedömning av marknadsvärden. Med detta avses vad man i normalfallet kan förvänta sig för varians/ osäkerhet i värdebedömningar.³⁵ För en hel portfölj av fastigheter kan möjligen osäkerheten vara mindre än för enskilda fastigheter på grund av att olika objektsspecifika osäkerhetsfaktorer tar ut varandra på helheten. Emellertid är min erfarenhet att när olika värderare får uppdraget att, oberoende av varandra, värdera en hel portfölj av fastigheter så är det ändå inte osannolikt att de kommer fram till olika nivåer på det aggregerade marknadsvärdet för hela fastighetsportföljen. Osäkerheten är givetvis också beroende av likviditeten på marknaden.

3.5 Avslutning/sammanfattning

3.5.1 Värdebegrepp/värderingsmetoder

I ovanstående kapitel diskuterades framförallt de ekonomiska värdebegreppen *marknadsvärde* (bytesvärde på marknaden) och *individuellt avkastningsvärde* (värde i egen användning). Det värdebegrepp som stämmer bäst ihop med begreppet *marknadsmässiga avkastningskrav* är *marknadsvärde*. Vidare beskrevs översiktligt olika metodansatser för att bedöma ett ekonomiskt värde, bl.a. ortsprismetod och avkastningskalkylbaserade metoder.

³⁴ Se bl.a. Rolf Simons uttalande i bilaga 10 till SOU 2008:38

³⁵ Se exempelvis Lundström, 2001; Mokrane, 2002; Bretten & Wyatt, 2001; RICS, 2005

3.5.2 Avkastningsbegrepp

Som en förlängning på beskrivning av avkastningskalkylbaserad metodansats diskuterades olika typer av problem som kan uppkomma vid tillämpning av sådan ansats. Bl.a. finns problem med begreppet hyresinbetalningar. Avses inbetalningar vid full uthyrning eller efter avdrag för vakanser? När det gäller drift- och underhållsbetalningar togs bl.a. upp frågor avseende gränsdragning och allokering av administrationskostnader till fastighetskalkyler men även skillnader i kommunala taxor samt gränsdragning mellan underhållskostnad och investering samt vilka utbetalningar som borde beaktas i en avkastningskalkyl vid värdebedömning av fastigheter. Sammanfattningsvis framkom att undersökningar tyder på att de driftnetton som ofta används i fastighetsvärderingar ligger högre än de verkliga driftnetton som genereras i fastighetsförvaltningen.

3.5.3 Varians/osäkerhet i värdebedömningar

I avsnitt 3.4 diskuterades också vilken osäkerhet som kan vara förknippad med en fastighetsvärdering. Vidare konstaterades att denna osäkerhet kan variera från fall till fall. Ibland kan osäkerheten, och storleken på denna, vara förknippad med dålig likviditet på fastighetsmarknaden, i andra fall det osäkerheten vara förknippad med objektens specifika karaktär eller om situationen avser osäkerheten för ett enskilt objekt eller för en hel portfölj av fastigheter.

Kapitel 4 Teoretiskt ramverk för bedömning av marknadsmässiga avkastningskrav

4.1 Inledning

En inledande frågeställning kan vara om begreppet marknadsmässigt avkastningskrav är ett lämpligt begrepp över huvud taget i det sammanhang som diskuteras i denna rapport. Ett alternativ skulle exempelvis kunna vara att använda begreppet individuella avkastningskrav som i teorin tillämpas av de enskilda aktörerna ute på marknaden³⁶. Propositionen 2009/10:185 tar upp frågan om att avstående från marknadsmässiga avkastningskrav skulle kunna utgöra någon form av otillåtet statsstöd. I detta synsätt skulle bland annat kunna ligga den uppfattningen att ett marknadsmässigt avkastningskrav skulle kunna vara observerbart och därigenom innehålla högre grad av objektivitet än ett individuellt avkastningskrav. Ett marknadsmässigt avkastningskrav utgör i teorin det mest sannolika av samtliga marknadsaktörers avkastningskrav. Ett annat problem är att den nyss nämnda propositionen anger att det ska vara ett marknadsmässigt avkastningskrav utifrån en långsiktig aktörs perspektiv. Eftersom marknadsmässiga avkastningskrav extraheras utifrån bl.a. transaktionsmarknadsinformation kan det från tid till annan vara svårt att veta vilka aktörer som driver prissättningen på marknaden. Frågeställningar kan då uppkomma huruvida dessa aktörer passar in på uppfattningen om vad som är en långsiktig aktör.

Marknadsmässiga avkastningskrav kan inte enbart formuleras normativt. Empiriska analyser är nödvändiga för att extrahera det marknadsmässiga avkastningskravet. Kortfattat kan syftet med att söka ett marknadsmässigt avkastningskrav beskrivas som att söka "den avkastning en investerare på marknaden skulle kräva för att göra en motsvarande investering". Ett sådant avkastningskrav kan formuleras på totalt kapital eller eget kapital. Vilken av dessa utgångspunkter, totalt eller eget kapital, som ska användas regleras ej i den ovan refererade propositionen.

Enligt teori kan det ett marknadsmässigt avkastningskrav extraheras från marknaden på olika sätt. Ett sätt kan vara att extrahera ett sådant krav från fastighetsmarknaden, ett annat sätt kan vara att utgå från den finansiella marknaden.

Ett problem i praktiska sammanhang med teoribildningen kring marknadsmässiga avkastningskrav är att teoribildningen utgår från att avkastningskrav ska tillämpas framåtriktat. Ett vanligt sätt att uttrycka detta är att "enligt gängse teori är en tillgångs värde det diskonterade nuvärdet av framtida kassaflöden". Möjligheten att mäta och uppskatta såväl de framtida avkastningskraven som kassaflödena är dock begränsade. Oavsett om vi extraherar marknadsmässiga avkastningskrav utifrån finansiell teori och finansmarknad eller fastighetsekonomisk teori och fastighetsmarknad, så sker detta extraherande normalt utifrån historiska erfarenheter. Implicit ligger då en tanke att mätningar av utfall *ex post* duger som antaganden *ex ante* när det gäller avkastningskravens storlek. Annorlunda uttryckt, har en viss tillgångs avkastningsmönster sett ut på ett visst sätt historiskt skulle den mest välgrundade bedömningen vara att detta skulle gälla även i framtiden. Ett sådant antagande kan naturligtvis ifrågasättas. Se bland annat diskussioner i Taleb (2007). Lundström & Nordlund (2011)

³⁶ Se även diskussioner i Benston 2008 om relevanta värden utgöres av sannolika försäljningspriser (marknadsvärden) eller individuella avkastningsvärden (värde i eget innehav).

och Lind (2012b) är exempel på en andra källor där det diskuteras problem kopplade till brister i informationsåtkomst med mera för fastighetsmarknaden och som är viktiga att ta i beaktande när det gäller hantering och tolkning av begreppet *marknadsmässiga avkastningskrav*.

Ett mycket viktigt begrepp när det gäller avkastningskrav är begreppet risk. Risk uttrycks i en riskpremie som i sin tur är en premie för att utfallet kan bli sämre än det förväntade. Riskpremien i ett avkastningskrav kan vara ett uttryck för olika saker som kan bli sämre än förväntat, exempelvis men ej uttömmande:

- Ersättning för att en tillgång minskar i värde mer än förutsett
- Ersättning för inflationsrisk – att varje genererad enhet pengar motsvarar mindre köpkraft när den faller ut i framtiden
- Likviditetsriskpremie – att det inte går att omvandla en tillgång till likviditet vid varje given tidpunkt eller exakt i tid när ett behov av likviditet kan uppstå hos innehavaren av tillgången.
- Kreditrisk/Motpartsrisk – att motparten i ett avtalsförhållande inte kan infria sina åtaganden

Specifikt för fastighetsbranschen, exempelvis:

- Vakansrisk – att man inte kan få det kapacitetsutnyttjande som var tänkt
- Underhållsrisk – att byggnaden kommer behöva repareras/underhållas i större omfattning än beräknat.

Fundamentalt gäller att risk endera ligger som en kompensationskomponent i avkastningskravet eller i framtida bedömda kassaflöden. Inte både i avkastningskrav och kassaflöden eftersom risken då blir ”dubbelräknad”.

Det är i detta sammanhang också viktigt att tidigt förstå skillnaden mellan ett individuellt avkastningskrav som det specifika företaget använder sig av vid lönsamhetsbedömningar av olika slag, och ett marknadsmässigt avkastningskrav som är det avkastningskrav en hypotetisk marknadsaktör ställer i motsvarande situationer. Dessa två avkastningskrav skulle kunna vara likadana men de kan också skilja sig åt.

4.2 Härledning av avkastningskrav från fastighetsmarknaden

Vid marknadsvärdering av fastigheter används i vissa situationer metoder som innebär att man fastställer ett marknadsmässigt (direkt-) avkastningskrav på totalt kapital *ex ante*. Marknadens krav på (direkt-) avkastning avseende fastighetsinvesteringar extraheras normalt i första hand med utgångspunkt i fastighetsmarknaden. Det vanligaste förfarandet är att man extraherar detta genom att man dividerar ett bedömt marknadsmässigt driftnetto med betalda priser för sålda jämförbara objekt på fastighetsmarknaden.

I den utsträckning historiska utfall bedöms vara av intresse för att bedöma marknadsmässig avkastning på fastighetstillgångar, kan en utfallsanalys ske avseende avkastning på totalt kapital eller eget kapital *ex post*. Avkastningen på fastigheter kan avläsas *ex post* bland annat via en *totalavkastning* (direktavkastning plus värdeförändring). Något förenklat innebär detta att man analyserar fram en direktavkastning som är ett driftnettoutfall ställt i relation till fastighetens (-ernas)

marknadsvärde samt en värdeförändringskomponent i förhållande till marknadsvärdet. Totalavkastningen beräknas enligt nedanstående beskrivning hämtad från IPD Index Guide³⁷:

Figur 6

Totalavkastning $TR_t = \frac{(CV_t - CV_{(t-1)} - CEX_{Pt} + CRPT_t + NIt)}{(CV_{(t-1)} + CEX_{Pt})} * 100$ Direktavkastning $INCRT = \frac{(NIt)}{(CV_{(t-1)} + CEX_{Pt})} * 100$ Värdetillväxt $CVG_t = \frac{(CV_t - CV_{(t-1)} - CEX_{Pt} + CRPT_t)}{(CV_{(t-1)} + CEX_{Pt})} * 100$ Beskrivning TR_t is the total return in month t CV_t is the capital value at the end of month t CEXP_t is the capital expenditure (includes purchases & developments) in month t CRPT_t is the capital receipts (includes sales) in month t NIt is the day-dated rent receivable during month t, net of property management costs, ground rent and other irrecoverable expenditure
--

Figur 6: Ovanstående figur illustrerar formeln som används vid beräkning av fastigheters totalavkastning i IPD. Avkastningsformeln är tidsviktad. Tidsviktningsen görs månadsvis vilket är standard för beräkning av fastighetsavkastning numera.

Om en koppling sker till regler för externredovisning så kan noteras att den redovisningsmodell som gör det enklast för en extern bedömare att utvärdera ett fastighetsbolags totalavkastning är den "fair value model" som beskrevs ovan i avsnitt 2.4.5. Den redovisningsmodellen är inte tillåten för juridisk person i Sverige och endast för koncernredovisningar upprättade enligt full IFRS kan denna modell användas i resultat- och balansräkningar. I praktiken kommer kravet för större företag i det kommande K3-regelverket från BFN dock att underlätta att utifrån externredovisningsrapporter göra totalavkastningsberäkningar eftersom de som tillämpar detta regelverk normalt ska ange verkligt värde (marknadsvärde) i not för förvaltningsfastigheter när reglerna träder i kraft.

³⁷ IPD, 2011

4.2.1 Direktavkastningskrav på totalt kapital

Extrahering av marknadens direktavkastningskrav på totalt kapital är ett förfarande som brukar benämnas ortsprismetod (nettokapitaliseringsmetod) i samband med fastighetsvärdering. Det bedömda marknadsmässiga driftnettot framräknas utifrån nedanstående beskrivning:

Marknadsmässig hyresinbetalning minskad med marknadsmässiga utbetalningar för drift, underhåll, och, i förekommande fall, fastighetsskatt samt tomträttsavgäld.

Resultatet av en sådan analys utmynnar i ett marknadsmässigt *direktavkastningskrav på totalt fastighetskapital*. Med ett sifferexempel illustreras nedan vad som nyss beskrivits:

Antag marknadsmässigt driftnetto = 100

Antag priser på sålda jämförbara objekt på marknaden = 2.000

Marknadsmässigt direktavkastningskrav = 100 dividerat med 2.000 = 5 %

Avkastningskravets härledning visar att detta avkastningskrav inte tar hänsyn till enskilda aktörers finansieringssituation, det vill säga fördelning mellan lånat och eget kapital i enskilda företags situationer. Vidare framgår av härledningen att avkastningskravet ifråga inte heller tar hänsyn till enskilda aktörers skattesituation. Avkastningskravet är med andra ord ett så kallat förräntningskrav på totalt kapital före skatt.

Ovanstående beskrivning av direktavkastningskravets härledning är en direkt härledning från fastighetsmarknaden. Direktavkastningskravet (da) kan också bedömas utifrån ett finansiellt synsätt och man utgår då från en kalkylränta och en årlig avkastnings-/värdeförändring enligt följande³⁸:

p = kalkylränta

g = årlig värde - eller kassaflödesförändring (driftnettoförändring), %

Tillfogar man parameteren Dn – normaliserat driftnetto år 1- kan man räkna fram värdet, V, på investeringsobjektet med nedanstående formler. Formeln som beskrivs nedan brukar även benämnas *Gordons formel*, där alltså direktavkastningskravet härleds från en kalkylränta (som kan ses som ett totalavkastningskrav) och en förväntad värdeförändring.

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

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

En viktig reflektion med koppling till ovanstående formel är att ur ett teoretiskt perspektiv ingår marknadens aktörers förväntan om framtida förändringar avseende värde och/eller driftnetto i avkastningskravet (p-g).

En ytterligare reflektion som är viktig i sammanhanget är vilken kapitalbas som används för att härleda detta avkastningskrav. Det kan konstateras att kapitalbasen utgörs av ett aktuellt värde på

³⁸ Persson, 2008

fastighetskapitalet – nyligen sålda jämförbara fastighetsobjekt. Det aktuella värdet härleds empiriskt från transaktioner på fastighetsmarknaden. Det innebär att om det finns normativa uppfattningar om ett aktuellt värde på fastigheterna som grundas på annat sätt än den empiriska analys som nyss beskrevs, så är det ändå den empiriskt grundade analysen som ger det relevanta aktuella värdet framför den normativt grundade analysen. Exempel på ett normativt värde i detta sammanhang skulle kunna vara att produktionskostnaden för en nyproducerad fastighet uppgår till 25.000 kr/kvm och jag som aktör tycker att fastigheten är värd vad det kostat att producera densamma. Ett empiriskt grundat värde skulle kunna vara priser i transaktioner för likvärdiga fastigheter vilket implicerar vad ett marknadsvärde skulle kunna uppgå till. Om det från fastighetsmarknaden går att utläsa att motsvarande fastigheters sannolika försäljningspris uppgår till 15.000 kr/kvm så är det empiriskt grundade värdet i detta fall lägre. Skulle det sannolika försäljningspriset uppgå till 35.000 kr/kvm är detta värde högre.

När det gäller extrahering av riskpremien från fastighetsmarknaden kan resonemanget föras som nedan beskrivet, dock bortsett från skatteeffekter.

Antag att vi vet följande:

Risikfri realränta uppgår till 3 %

”Generell” riskpremie uppgår i det specifika fallet till 2 %

Marknadens inflationsförväntan på relevant tid uppgår till 3 %

Den specifika fastigheten antas vara utsatt för en real värdeminskning om 2 %-per år

Figur 7

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

I ovanstående tabell visas sambandet mellan direktavkastningskrav och kalkylräntor.

Källa: Nordlund, 2008

Som framgår i tabellen ovan är direktavkastningskravet ett reellt avkastningskrav.

Inflationsriskkomponenten finns representerad i både nominella p och i nominella g, följaktligen tar inflationseffekt på direktavkastningskravet ut sig själv i formeln eftersom denna effekt finns på båda sidor om minustecknet. Om direktavkastningskravet är reellt kan man också fortsätta resonemanget genom att härleda den riskfria realräntan som i exemplet ovan anges till 3 procent. Om det reala direktavkastningskravet uppgår till 7 procent och den riskfria realräntan uppgår till 3 procent kan

riskkomponenten, exklusive inflationsrisk, extraheras som $7-3 = 4$ procent. Däremot kan man inte från fastighetsmarknaden, utifrån enbart kunskapen om direktavkastningskrav, extrahera hur uppdelningen mellan olika komponenter i riskpremien ser ut. I exemplet ovan har antagits att realvärdeminskning uppgår till 2 procent-enheter och sålunda skulle "annan risk" uppgå till 2 procent-enheter, bortsett från inflationsrisk. Denna uppdelning av risken går dock sällan eller aldrig att extrahera från enbart kvantitativ fastighetsmarknadsinformation.

Direktavkastning som grund för beslut

Eftersom fastigheter är långsiktiga tillgångar ska vi inte förvänta oss att driftnettot år 1 ger så mycket vägledning om vad som är rimligt att betala för en tillgång: Det finns ju också mycket stora spridningar i direktavkastningsnivåer för fastigheter (åtminstone 3-10%) utifrån de olika dimensioner som tidigare beskrivits i denna rapport.

Om ett fastighetsföretag säger att "Vi bygger bara, eller ger oss bara in i en affär, om vi får en direktavkastning på minst x%" och om vi antar att företaget är någorlunda rationellt så innebär det att företaget har en föreställning om att alla objekt av den aktuella typen utvecklas på ett likartat sätt. Bygger man ett nytt bostadshyreshus "vet" man att hyran normalt följer en viss utveckling och i så fall innebär det att driftnettot år 1 indirekt fångar upp även den framtida utvecklingen och då kan det vara rationellt att fokusera på direktavkastningen.

Om ett företag däremot ställer upp ett generellt direktavkastningskrav (ett individuellt avkastningskrav) för att t ex köpa fastigheter följer rimligen att företaget kommer att få svårt att konkurrera om att köpa fastigheter i attraktiva lägen (eftersom andra där har lägre direktavkastningskrav) och att man riskerar att betala för mycket för fastigheter i mindre attraktiva lägen (där andra aktörer har ett högre direktavkastningskrav).

4.2.2 Totalavkastningskrav på totalt och eget kapital

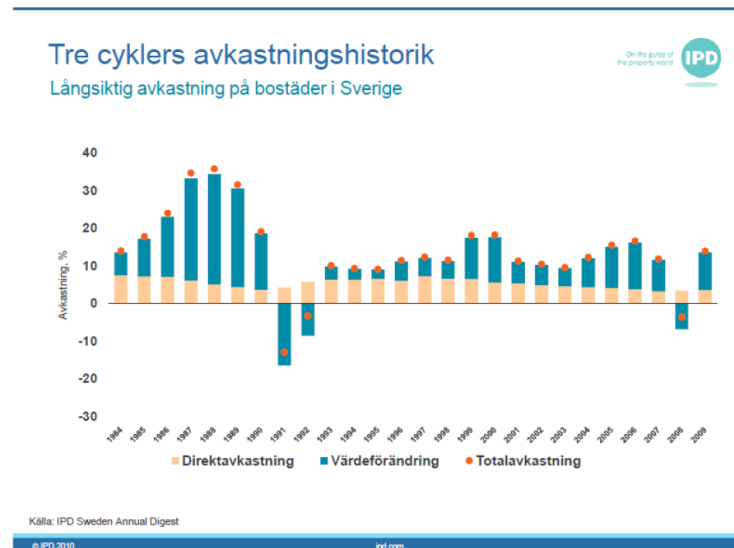
Som omnämndes ovan kan utfall ex post avseende totalavkastning på totalt kapital i fastighetsbranschen vara av visst intresse. IPD Svenskt Bostadsindex presenterar varje år ett totalavkastningsindex avseende hyresbostäder i Sverige. Utfallet i ett sådant index är givetvis beroende av vilka fastigheter som finns med i ett sådant index samt var dessa fastigheter är belägna. Under de senaste nio åren, 2003-2011, har den genomsnittliga totalavkastningen på bostäder i nyss refererade bostadsindex uppgått till 7,6 % per år, varav direktavkastning 3,1 % och värdetillväxt 4,4 %. För år 2011 uppgick totalavkastningen i detta index till 7,7 %.³⁹ I IPD Bostadsindex ingår även kommunägda företags fastighetsbestånd.

I nedanstående illustration framgår hur totalavkastningen, fördelat på direktavkastning och värdeförändring, ser ut för de bostäder som ingår i IPD Svenskt Fastighetsindex för en längre period än den ovan exemplifierade, perioden 1984-2009. I denna längre tidsserie ingår endast bostäder ägda av olika investerare, det vill säga kommunala bostadsföretags fastigheter ingår ej i denna serie. I sammanhanget bör noteras att de fastigheter som ingår i indexet nästan uteslutande är belägna i goda lägen i landets tre storstadsregioner vilket sannolikt har väsentlig betydelse för utfallet över perioden. Direktavkastningen synes ligga i genomsnitt på ca 5 % per år för perioden oavsett om den

³⁹ IPD, 2012

mäts över hela perioden 1984-2009 eller för perioden 1993-2009, medan den nominella totalavkastningen ligger väsentligt högre. Annorlunda uttryckt, oavsett vilken av de exemplifierade perioderna som väljs så har värdeförändringen varit en väsentlig del av den nominella totalavkastningen. Under perioden 1984-2009 har den årliga inflationen uppgått till i genomsnitt ca 3 % och under perioden 1993-2009 till ca 1,5 % enligt bearbetade data från SCB. Detta indikerar att även den reala avkastningen för bostäder ligger över den genomsnittliga direktavkastningen över de olika exemplifierade perioderna. Noterbart i sammanhanget är dock att direktavkastningen både 1990 och 2009 ligger en bit under det långsiktiga snittet om ca 5 % för båda de exemplifierade perioderna. Ett motiv till att exemplifiera med en alternativ jämförelseperiod som börjar 1993 skulle kunna vara den stora korrigerings av fastighetsvärdena som sker 1991-1992 efter den till synes onormalt höga totalavkastningen i slutet av 1980-talet som föregick 1990-talets fastighetskris i Sverige.

Figur 8



Figur 8: Ovanstående figur illustrerar avkastningsmönstret avseende bostadshyreshus för åren 1984-2009.
Källa: IPD Sweden Annual Digest

Ett annat sätt att finna jämförelsematerial avseende marknadsmässig avkastning ex post på totalt kapital är att analysera de noterade fastighetsbolagen och företrädesvis de fastighetsbolag som har väsentliga innehav av bostadsfastigheter.

För att erhålla information om totalavkastning på eget kapital kan marknadsvärdet på företagets totala skulder dras ifrån marknadsvärdet på totala tillgångar. Därefter dras kostnader för lånat kapital från driftnettot och värdeförändringen från fastigheterna. Det kvarvarande värdet ger avkastningen på det egna kapitalet. Enligt det nyss beskrivna kan avkastningen på eget kapital beräknas med formeln:

$$Re = \frac{Dn + Vf - Rs}{MVt-S}$$

Beskrivning:

- Re = Avkastning på eget kapital

- D_n = Driftnetto
- V_f = Värdeförändring på fastigheter
- R_s = Ränta på skulder
- MV_t = Marknadsvärde på tillgångar (fastigheter)
- S = Skulder

I sammanhanget är det viktigt att poängtera att en sådan avkastning på eget kapital, som nyss beskrivits, avser avkastning före skatt. Om man vill erhålla avkastning på eget kapital efter skatt behöver en beräknad skattekostnad frångå efter avdraget för räntekostnader i nyss lämnade beskrivning. I sammanhanget är det på sin plats att påpeka att ett avkastningskrav på eget kapital normalt sett uttrycks som ett avkastningskrav efter skatt om inget annat anges. Den naturliga förklaringen till detta är att den avkastning som tillfaller ägaren till det egna kapitalet är den avkastning som blir kvar efter att skatten har betalats i en dubbelbeskattad miljö.

Att erhålla kunskap om marknadens totalavkastningskrav på eget och totalt kapital ex ante erbjuder dock problem. För att kunna ha kunskap om hur aktörerna på marknaden resonerar när det gäller sådana avkastningskrav torde det i praktiken vara nödvändigt att genomföra intervjustudier eller liknande vid varje given tidpunkt för olika typer av fastigheter på olika typer av geografiska marknader. Direktavkastningskravet för en viss relevant marknad kan ge viss vägledning men eftersom direktavkastningskravet innehåller marknadens förväntningar om framtida värde-/kassaflödesförändringar, som beskrevs ovan, så kan i realiteten den förväntade totalavkastningen vara en helt annan än direktavkastningskravet vid en viss tidpunkt. Nedan åskådliggöres detta i två förenklade exempel:

Antag att vi har två olika relevanta marknader. På den ena marknaden, A, är direktavkastningskravet 3 % och på den andra, B, är direktavkastningskravet 7 %. Vi antar att djupare studier av marknadsaktörernas sätt att resonera ger vid handen att aktörerna resonerar så att totalavkastningen dessa förväntar sig vid investering i marknad A är 5 %. Då kan man härleda att aktörerna här förväntar sig att en värde-/kassaflödesstegring i framtiden ska motsvara skillnaden mellan 5 % och 3 %, det vill säga 2 %-enheter. Antag vidare att aktörerna för fastigheter belägna på marknad B förväntar sig att värden och kassaflöden kommer att vara stabila, det vill säga varken öka eller minska, under överskådlig framtid. På marknad A fungerar direktavkastningskravet inte alls som enda utgångspunkt för ett totalavkastningskrav på totalt kapital. På marknad B fungerar möjligen direktavkastningskravet i ett första läge som en utgångspunkt för ett totalavkastningskrav på totalt kapital.

En annan intressant notering när det gäller totalavkastningen mätt ex post är att denna mätning fångar upp problematiken, i det längre perspektivet, om en fastighetsinnehavare exempelvis skulle försöka hålla den redovisade direktavkastningen hög genom att underlåta nödvändiga underhållsåtgärder och reinvesteringar i sitt bestånd. Detta eftersom underlåtande av att genomföra sådana åtgärder i förlängningen borde ge negativt utslag på värdeförändringskomponenten i totalavkastningen mätt ex post i ett längre tidsperspektiv. Vidare fångar totalavkastning ex post upp problematiken om en fastighetsinnehavare vill redovisa ett högt driftnetto och istället bokför stor andel underhållsåtgärder som investering. Detta eftersom den relevanta värdeförändringen som kan tillgodoräknas avkastningen är en nettovärdeförändring (bruttovärdeförändring minskad med

investeringsutbetalningar). Problematik kring gränsdragning mellan underhållskostnad och investering i redovisningen beskrevs ovan under avsnitt 2.4.6. Vidare beskrevs problematiken kring livscykel förlopp i reparations- och underhållsbetalningar och direktavkastning ovan under avsnitt 3.3.2.

4.2.3 Informationskällor avseende avkastningskrav härledda från fastighetsmarknaden

En mycket intressant fråga när det gäller informationskällor om avkastningskrav på fastighetsmarknaden är hur dessa avkastningskrav har extraherats. I granskningar av värderingar som använts i samband med framtagande av fastighetsindex i IPD Svenskt Fastighetsindex samt IPD Svenskt Bostadsindex har framkommit att värderare använder schabloner avseende drift- och underhållsbetalningar som inte överensstämmer med de utfall som kan avläsas ur redovisningsrapporter för sådana kostnader. I normalfallet är de "normaliserade" drift- och underhållsbetalningarna lägre i värderingarna än utfallen i redovisningen.⁴⁰ Om exempelvis direktavkastningskrav i olika typer av marknadsinformation extraherats med sådana schabloniserade nivåer som nyss nämndes kan effekten bli att exempelvis direktavkastningskrav uppges vara högre än vad som senare går att utläsa i erhållen direktavkastning baserat på driftnetton extraherade från redovisningsrapporter.

Exempel på informationskällor när det gäller avkastningar/avkastningskrav relaterade till fastighetsmarknaden: Marknadsinformationsportalen Datscha, marknadsrapporter från exempelvis NAI Svefa, Fastighetsvärlden (Fastighetsindikatorn) och IPD Svenskt Fastighetsindex samt IPD Bostadsindex.

4.3 Härledning av avkastningskrav från finansiella marknaden

4.3.1 Olika typer av risk

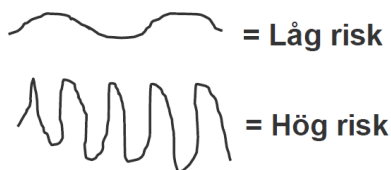
Den finasteoretiska utgångspunkten för hur man bedömer ett marknadsmässigt avkastningskrav utgår från en riskfri ränta. Därefter lägger man på en riskpremie som är unik för den specifika tillgången. Ofta talar man också om riskfri nominell ränta som inkluderar en kompensation för förväntad inflation eller en riskfri real ränta som exkluderar kompensation för inflationen. Med riskfri real ränta menas räntan på en riskfri placering, t.ex. en real statsobligation från ett ekonomiskt starkt land där det är mycket säkert att betalningar sker enligt avtal. Annorlunda uttryckt, motpartsrisken är i stort sett obefintlig. Med riskfri nominell ränta menas en nominell statsobligation från ett sådant land.

Inom finansteorin analyseras risk i två steg. I det första ser man på varje tillgång isolerat och då mäts risk i form av standardavvikelser i avkastningsmönster för en viss tillgång. Hög standardavvikelse medför hög risk och låg standardavvikelse medför lägre risk vilket kan åskådliggöras med nedan skisserade enkla figurer.

⁴⁰ Se bl.a. Lundström & Gustafsson, 2006 och Wiman, 2011.

Figur 9

Avkastningsmönster = Riskprofil



Figur 9: Ovanstående figur illustrerar olika tänkta tillgångars avkastningsmönster samt hur dessa mönster skulle kunna påverka riskbedömningen av tillgångarna.

Det andra steget i finasteorins analys av en tillgång bygger på att en investerare har flera tillgångar och att den samlade risken beror av hur olika tillgångars risk förhåller sig till varandra. Risken hos en tillgång kan t ex "tas ut" av en annan tillgång om denna andra tillgång konsekvent varierar åt motsatt håll. Om det skulle vara så att exempelvis verkstadsaktier svänger ned samtidigt som fastighetsaktier svänger upp så kan man skydda sig mot risker genom att investera i båda tillgångsslagen. Detta kallas för hedging.

Inom s.k. portföljteori skiljer man därför mellan en underliggande systematisk risk som inte kan diversifieras bort och den osystematiska risken som kan diversifieras bort genom en lämplig kombination av tillgångar.⁴¹

4.3.2 Avkastningskrav på eget kapital och totalt kapital samt hänsyn till lån enligt finansiell teori

En teoribildning som bygger på portföljteori och utgår från väldiversifierade investerare är CAPM - *Capital Asset Pricing Model*. "Med den så kallade CAPM-metoden kan man räkna fram riskpremien för ett visst bolag. Man utgår då från historiska data från aktiemarknaden. Man kan då se att det finns en allmän riskpremie för aktier. Marknadsriskpremien för aktier bedöms ofta ligga på fyra–sex procent⁴². Riskpremien för en viss aktie kan man med hjälp av aktiens betavärde räkna fram utifrån den allmänna riskpremien för aktier."⁴³

CAPM och Betavärde

Utifrån CAPM (capital asset pricing model) kan man tillämpa en formel för att räkna ut avkastningskrav på eget kapital. Grundtanken är att avkastningskravet bestäms som den riskfria räntan plus ett risktillägg som beror av hur den aktuella tillgången samvarierar med "marknadsportföljen" dvs en väldiversifierad portfölj. Grundtanken är att risken är större för en tillgång som hela tiden följer marknadsportföljen och dessutom uppvisar större svängningar i avkastningsmönstret än marknadsportföljen - högt Beta - medan en tillgång som inte följer marknaden kan bidra till att minska den samlade risken och därför behöver man inte ha lika högt avkastningskrav på en sådan tillgång⁴⁴. Enligt etablerad teori är det också viktigt att notera att avkastningskravet på eget kapital bland annat är beroende av belåningsgrad. Ju högre belåningsgrad desto högre finansiell risk och följaktligen högre avkastningskrav på eget kapital. Detta

⁴¹ Se ytterligare resonemang i exempelvis Damodaran, 2002

⁴² För ytterligare referenser till vad som kan vara ett rimligt antagande om denna riskpremie se bl.a. Damodaran, 2008, Fernandez, 2009; PWC, 2011

⁴³ SOU 2008:38, bilaga 10, Hearing om avkastningskrav - Peter Englund

⁴⁴ <http://www.foretagsvardering.org/fakta/capm-capital-asset-pricing-model/>, 2012-01-23

Sammanhänger med att svängningarna i ersättningen till eget kapital blir större om t ex en bank först ska ha ränta på sina lån till företaget.

Avkastningskravet på eget kapital, och totalt kapital om beta avser ett obelånat företag, beräknas med nedanstående formel enligt CAPM:

$$R_e = R_f + B(R_m - R_f)$$

Beskrivning

- R_e – Avkastningskrav på eget kapital (och totalt kapital om företaget är obelånat)
- R_f – riskfri ränta
- B – Beta (ett riskmått) med hänsyn till belåning i förekommande fall
- R_m – förväntad avkastning på marknadsportföljen

Skillnaden mellan R_m och R_f är aktiemarknadens generella riskpremie.

Nedan återkommer jag till att beta kan bedömas på olika sätt om man avser ett belånat företag (BL) eller ett obelånat företag (B_u). Det relevanta betavärdet i nyss presenterade formel kan följaktligen vara BL eller B_u beroende på om belåning beaktas eller ej.

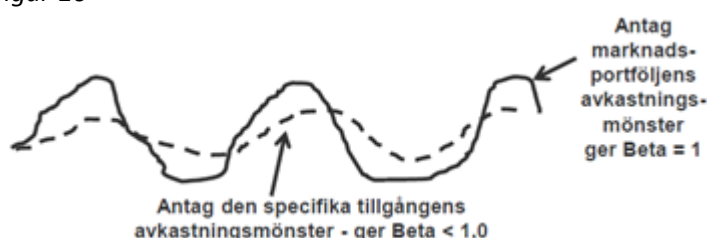
Ett högt avkastningskrav på eget kapital beror ofta på att Beta är högt i modellen. Ett enklare sätt att beskriva samma sak som sker med formel och beskrivning ovan är som Peter Englund uttrycker det i bilaga 10 till SOU 2008:38 med en exemplifiering där betavärdet skulle uppgå till 0,70 som antagligen ansågs representativt i något sammanhang vid den tidpunkten uttalandet gjordes: "Om CAPM-metoden tillämpas på kommunala bostadsföretag, kan man utgå från ett betavärde på 0,70. Om den riskfria räntan ligger på fyra procent och om man utgår från en låg marknadsriskpremie (fyra procent) blir kapitalkostnaden enligt CAPM $4 + 0,70 \times 4 = 6,8$. Om man utgår från en högre marknadsriskpremie (sex procent) blir kapitalkostnaden $4 + 0,70 \times 6 = 8,2$."

Den matematiska formeln för beta är

$$B = \frac{\text{Cov}(R_a, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

där r_a är avkastningen för tillgång a , r_m referensportföljens avkastning, och $\text{Cov}(r_a, r_m)$ är kovariansen mellan avkastningarna. I CAPM är referensportföljen lika med marknadsportföljen av samtliga riskbelagda tillgångar, r_m , marknadens avkastning. Nedanstående kan vara ett alternativt sätt att illustrera vad som beräknas i den ovan beskrivna formeln:

Figur 10



Figur 10: Ovanstående figur illustrerar hur en specifik tillgångs avkastningsmönster varierar i förhållande till marknadsportföljen och hur just detta variationsmönster kan påverka den specifika tillgångens betavärde.

Enligt finansiell teoriansats är ett företags betavärde beroende av belåningsgraden⁴⁵. Hög belåning ger hög risk och följaktligen ett högre betavärde och tvärtom. Enligt en sådan teoretisk ansats kan betavärdet med hänsyn till belåning räknas ut med nedanstående formel⁴⁶:

$$BL = Bu(1 + (1-T_c) \times S/E)$$

Där:

BL = Företagets betavärde med skuldsättning/belåning

Bu = Företagets betavärde utan skuldsättning/belåning – jag återkommer nedan till beskrivning när det gäller beräkning av Bu

Tc = Den aktuella företagsskattesatsen⁴⁷

S = Skulder

E = Eget kapital

En beräkning av avkastningskrav på eget kapital kan även göras med den så kallade hävstångsformeln⁴⁸:

$$Re = Rt + (Rt-Rs) S/E$$

Där

Re = Avkastningskrav på eget kapital

Rt = Avkastningskrav på tillgångar

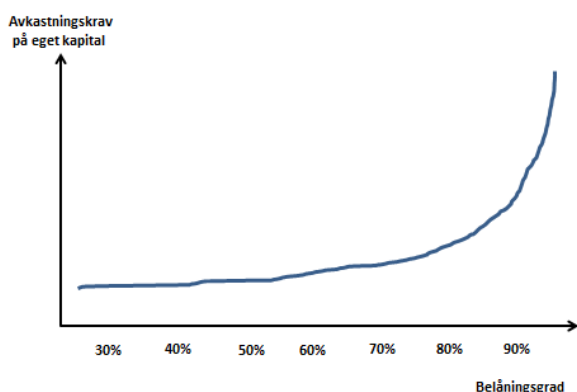
Rs = Skuldränta (avkastningskrav på skulder)

S = Skulder

E = Eget kapital

Beräkning av avkastningskrav på eget kapital med tillämpning av beta där hänsyn tagits till belåning (BL), eller hävstångsformeln som beskrevs ovan, ger avkastningsmönster/-krav på eget kapital (med hänsyn till belåning) som principiellt kan beskrivas med nedanstående illustration:

Figur 11



Figur 11: Ovanstående figur illustrerar hur avkastningskravet på eget kapital stiger med ökande belåningsgrad.

⁴⁵ Se även Peter Englunds beskrivning i bilaga 10 till SOU 2008:38

⁴⁶ Här sker antagandet att skuldbeta = 0

⁴⁷ Tillägget i ovanstående formel $-(1-T_c)$ beror på att denna typ av avkastningskrav ofta är härledda efter skatt.

⁴⁸ Här utgår jag från att samtliga tillgångar och skulder åsatts marknadsvärden. Vidare kan noteras, när det gäller skatteeffekter, att uträkningen med denna formel ger ett avkastningskrav på eget kapital före skatt om R_t och R_s är angivna före skatt.

En tumregel som kan vara bra att jobba med när det gäller marknadsmässiga avkastningskrav på totalt kapital är att ett sådant avkastningskrav i teorin inte varierar beroende på belåningsgrad. Annorlunda uttryckt, skulle en köpare ha ett avkastningskrav på lånat kapital, eget kapital eller båda dessa komponenter som tillsammans leder till ett "för högt" avkastningskrav på totalt kapital, skulle denne köpare sannolikt inte få köpa tillgångar på marknaden. Detta följer helt enkelt av att andra aktörer då skulle kunna erbjuda ett bättre pris på grund av att de skulle ha ett lägre avkastningskrav på totalt kapital.

Observera att ovanstående principiella beskrivning inte belyser dimensionen att nivån på avkastningskravet varierar beroende på nivå på operativ risk/affärsrisk⁴⁹. Annorlunda uttryckt – om företagets fastighetsbestånd är beläget på en "svagare" marknad leder detta sannolikt till högre avkastningskrav medan om fastighetsbeståndet är beläget på en "starkare" marknad är det sannolikt tvärtom, dvs lägre avkastningskrav. Detta sätt att resonera stämmer väl överens med det etablerade synsättet att avkastningskravet på tillgångar är högre på marknader med högre risk och lägre på marknader med lägre risk. Hur mycket högre eller lägre risk slår mot avkastning på eget kapital vid tillämpning av hävstångsformeln ovan, är i sin tur beroende av hur effektivt prissatta lånen är med hänsyn till risk i ett företag där tillgångarna är belånade.

I nedanstående principillustration förtydligas ovanstående resonemang:

Antag att vi har två bostadsföretag. Det ena är lokaliserat på en "stark" marknad och det andra på en "svag" marknad. Avkastning på eget kapital kan, med utgångspunkt i, att belåningsgraden, avkastningskravet på totalt kapital och ränta på skulder är känt, ske utifrån den ovan illustrerade och definierade "hävstångsformeln". Antag vidare att båda bostadsföretagen har en belåningsgrad om 50 %.

"Svag" marknad	
Direktavkastningskrav på totalt kapital	8,0%
Antagen förväntan om tillväxt i värden och/eller framtida kassaflöden	0%
Totalavkastningskrav på totalt kapital	8,0%
Ränta på skulder	4,25%
Belåningsgrad	50%
Eget kapital	50%
Beräkning avkastning på eget kapital $(8,0\% + (8,0\% - 4,25\%) \times 50\% / 50\%) =$	11,75%
"Stark" marknad	
Direktavkastningskrav på totalt kapital	3,0%
Antagen förväntan om tillväxt i värden och/eller framtida kassaflöden	3,0%
Totalavkastningskrav på totalt kapital	6,0%
Ränta på skulder	3,50%
Belåningsgrad	50%
Eget kapital	50%
Beräkning avkastning på eget kapital $(6,0\% + (6,0\% - 3,50\%) \times 50\% / 50\%) =$	8,50%

⁴⁹ Risker som påverkar det operativa resultatet före finansiella poster. När det gäller affärsrisk/operativ risk i fastighetsbranschen exemplifieras ofta med faktorer som beståndets läge, skick och ålder, hyresgäststruktur, hyreskontraktstruktur men även risker kopplade till exempelvis nyckelpersoner och politiska risker etc

Min bedömning är att i en situation där kommunen som ägare inte kan ses som en diversifierad investerare och där det kommunala bostadsföretaget både är begränsat till en viss typ av fastigheter (bostäder) och en viss geografisk lokalisering, kan det diskuteras om det är meningsfullt att analysera avkastningskrav utifrån ett portföljperspektiv. I sammanhanget bör också invägas att det finns få börsnoterade fastighetsbolag där likviditeten i vissa aktier kan vara begränsad och att det därför kan erbjudas vissa problem att mäta ett beta för fastighetsinvesterar som är relevant för bostadsföretag. Till saken hör dock att konceptet marknadsmässiga avkastningskrav mer eller mindre förutsätter att investerare på marknaden är väldiversifierade. Om aktörer som enbart investerar i fastigheter skulle kräva högre avkastning på grund av att de inte är väldiversifierade skulle successivt en allt större del av fastigheter tillgängliga för investerare, ägas eller kontrolleras av väldiversifierade investerare. Dessutom kan anföras att investerare som enbart äger vissa typer av fastigheter i vissa geografiska lägen erhåller en specialiserad kunskap om sådana fastigheter i sådana lägen, vilket också kan invägas och tala för sänkta avkastningskrav i diskussionen avseende krävd kompensation för risk i avkastningskravet.⁵⁰ I sammanhanget kan vidare noteras att internationella studier har uppmätt korrelationen mellan prissättningen på fastighetsaktier och underliggande fastighetstillgångar mätt över olika tidsperioder. Vissa av dessa studier ger vid handen att sambandet är förhållandevis starkt mellan prissättningen på fastighetsaktier och värdet på underliggande fastighetstillgångar, framför allt på några års sikt. Detta kan också uttryckas som att priset på fastighetsaktier långsiktigt drivs av värdet eller avkastningen på de underliggande fastighetstillgångarna⁵¹. Se även ovan, avsnitt 2.4.4 beträffande lydelser i redovisningsrekommendationen *RR 17 – Nedskrivningar* som beskriver vägd kostnad för lånat och eget kapital (Bl.a. WACC, se nedan) i börsnoterade bolag med liknande tillgångar som den vilken ska bedömas ett värde på, som ett möjligt sätt att extrahera marknadsmässigt avkastningskrav.

Det finns särskilda modeller för att beräkna beta-värden för ett företag utan skulder (Bu, som omnämndes ovan) givet att man först beräknat beta-värdet för ett belånat företag (eftersom företag i normafallet har någon form av belåning) vilket jag återkommer till nedan. Jag börjar dock nedan med att beskriva ett mer praktiskt angreppssätt.

WACC - Weighted Average Cost of Capital

WACC är ett avkastningskrav på totalt kapital och förkortningen står för "Vägd genomsnittlig kapitalkostnad/Weighted Average Cost of Capital". Det är alltså ett vägt värde på kostnaden för lånat och eget kapital, ett avkastningskrav som behövs för en verksamhet och för att ägarna skall vara nöjda. WACC-beräkningen leder fram till ett avkastningskrav på totalt kapital som blir detsamma som Rt vilket beskrevs ovan i samband med "hävstångsformeln". Det är den ränta som företaget bör generera på sina tillgångar helt enkelt. Ett högt WACC indikerar ofta hög risk i verksamheten eftersom investerarna vill ha högre avkastning på sina pengar då risken är hög. Jämför diskussionen ovan om högre respektive lägre operativ risk/affärsrisk. En låg WACC (lägre avkastningskrav) brukar indikera en lägre risk. Jämför t.ex. oljebranschen (hög) mot fastighetsbranschen (låg).⁵²

Förenklat principiellt beskrivet räknas WACC ut enligt följande (bortsett från skatt):

Antag räntebärande nettoskuld = 120 med ett avkastningskrav (låneränta) på denna = 5 %

⁵⁰ Se vidare resonemang i bl.a. Damodaran, 2002

⁵¹ Se bland annat EPRA Research, 2010b, och EPRA Research, 2009.

⁵² <http://www.foretagsvardering.org/fakta/wacc-weighted-average-cost-of-capital/>, 2012-01-23

Antag eget kapital = 80 med ett avkastningskrav på detta = 10 %, dvs totalt kapital = 200.

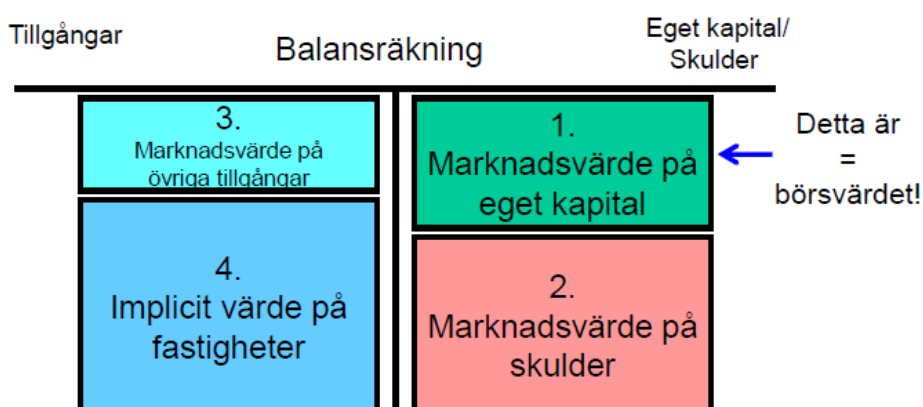
WACC: $120/200 \cdot 5\% + 80/200 \cdot 10\% = 60\% \cdot 5\% + 40\% \cdot 10\% = 3\% + 4\% = 7\%$

Vid tillämpning av WACC för att beräkna avkastningskravet på totalt kapital är det viktigt att iaktta vilket avkastningskrav vi försöker räkna fram. Om den enskilde aktören har en viss belåningsgrad och en viss kreditrating som påverkar kostnaden för främmande kapital i viss riktning samt ett eget avkastningskrav på eget kapital kan dessa komponenter vara de mest rimliga utgångspunkterna för ett individuellt avkastningskrav för denne aktör. Ett avkastningskrav framräknat utifrån dessa förutsättningar kan dock avvika från ett marknadsmässigt avkastningskrav. Om man söker ett marknadsmässigt avkastningskrav på lånat kapital torde det vara "den normala marknadsaktörens" lånekostnad som är mest relevant liksom "den normala marknadsaktörens" avkastningskrav på eget kapital. För att beräkna "den normale marknadsaktörens" avkastningskrav på totalt eller eget kapital kan det också bli nödvändigt att bedöma en optimal/relevant kapitalstruktur, exempelvis förhållandet mellan lånat och eget kapital.

Den ovan beskrivna WACC-metoden är, som nämndes ovan, ett sätt att räkna ut ett totalavkastningskrav på totalt kapital. Används nominella avkastningskrav på lånat och eget kapital i formeln får man ett nominellt totalavkastningskrav på totalt kapital. Används reala avkastningskrav, utan hänsyn till inflationskompensation, erhålles ett reall totalavkastningskrav på totalt kapital.

Nedanstående illustration beskriver vilka kapitalbaser som är relevanta vid beräkning av ett marknadsmässigt totalavkastningskrav med tillämpning av en WACC:

Figur 12



Figur 12: Ovanstående figur illustrerar relevanta kapitalvärden vid beräkning av ett marknadsmässigt totalavkastningskrav med en WACC. Arbetsgången för att ta fram de relevanta kapitalvärdena följer numreringen i figuren. Dvs början sker med 1. *Marknadsvärde på eget kapital* (börsvärdet för de noterade aktierna) varefter man fortsätter med 2. *Marknadsvärde på skulder* osv. Slutligen blir det implicita fastighetsvärdet den restpost som återstår när steg 1-3 är klara. Utgångspunkten är hela tiden att balansräkningens båda sidor ska balansera. Vägning av kostnad för eget kapital och räntebärande nettoskuld utgår från de ovan beskrivna kapitalvärdena. Räntebärande nettoskuld är räntebärande skulder och avsättningar minskat med finansiella tillgångar inklusive likvida medel.

Ett annat sätt att räkna fram ett avkastningskrav på totalt kapital skulle kunna vara att använda ett bedömt betavärde för ett obelånat bolag som nämndes ovan i samband med beskrivning av CAPM-metoden. Detta skulle i så fall ske på nedanstående sätt vilket ger ett så kallat tillgångsbeta eller u-beta (unlevered beta, förkortat Bu).

Formeln för att beräkna ett företags tillgångsbeta (Bu) är⁵³:

$$Bu = \frac{BL}{[1+(1-T_c)S/E]}$$

Där:

BL är företagets beta med skuldsättning.

T_c är den aktuella företagsskattesatsen.

S/E är företagets skulder dividerat med eget kapital (skuldsättningsgrad).

Beräkningen av avkastningskravet på totalt kapital sker därefter med samma formel (CAPM-modellen) som beskrevs ovan i avsnitt 4.3.2. I teorin borde avkastningskravet på totalt kapital bli detsamma oavsett om CAPM-modellen används med Bu ovan eller om WACC-modellen används.

Optimal/relevant kapitalstruktur

Vid bedömning av marknadsmässigt avkastningskrav utifrån WACC-metoden är det mest relevant att bedöma "normal" belåningsgrad och "normal" kostnad för främmande kapital på denna belåning samt "normalt" avkastningskrav på eget kapital med hänsyn till de samlade risker som påverkar avkastningen på det egna kapitalet.

För att bedöma en optimal kapitalstruktur för företag i fastighetsbranschen behövs benchmarkanalyser. Fastighetsbolag som är noterade på Stockholmsbörsen uppvisar en belåningsgrad om ca 60 % per oktober 2011. Med ledning av den statistik som finns för år 2011⁵⁴ för de företag som är medlemmar i SABO (Sveriges Allmännyttiga Bostadsföretag) kan belåningsgraden beräknas i snitt till ca 40 % för SABO-företagen 2011. Det finns dock stora regionala skillnader i detta nyckeltal där det kan urskiljas att företag med fastighetsbestånd belägna i de tre storstadsområdena (Stockholm, Göteborg och Malmö) har väsentligt starkare finansiell ställning än företag med fastighetsbestånd belägna på mindre orter. Belåningsgraden för hela den så kallade svenska investerarmarknaden på fastighetssidan bedöms uppgå till ca 50-55 % i genomsnitt per 2009-12-31 enligt bearbetad information från rapporten "Den svenska investerarmarknaden 2010/2011" utgiven av Byggstatistik i Gävle⁵⁵. Belåningsgraden i noterade fastighetsbolag i Europa uppgår i snitt till ca 40-45 % enligt en utredning genomförd av den internationella organisationen EPRA – European Public Real Estate Association. De belåningsgrader som nyss refererats till avser räntebärande skulder i förhållande till uppgivna marknadsvärden på fastigheter.⁵⁶

⁵³ <http://www.foretagsvardering.org/definition/unlevered-beta/>, 2012-01-23

⁵⁴ SABO 2012

⁵⁵ Byggstatistik, 2011

⁵⁶ EPRA Research 2010. Se även resultat i Ooi, 2003 som tyder på att internationella fastighetsbolag historiskt haft lägre genomsnittlig belåningsgrad än svenska noterade fastighetsbolag.

När det gäller belåningsgrader för kommunala bostadsföretag och vad som kan utgöra en rimlig nivå ur ett ägardirektivsperspektiv måste diskuteras. Frågan är dock komplex.

I sammanhanget kan det också vara viktigt att iakttä att Sverige är en låginflationsekonomi, och i det perspektivet är det värt att notera de reala mönster för värdeutveckling som kan konstateras utifrån historiska erfarenheter. Mellan 1970 och 1981 upplevde Sverige en generell real nedgång i hyreshuspriser om ca 40–45 %. Under fastighetskrisen i början av 1990-talet var också den reala nedgången ca 40 % i genomsnitt för riket.⁵⁷

Ovanstående talar för att en belåningsgrad över 50-60 % skulle kunna innebära stabilitetsrisker för ett fastighetsbolag. Givetvis är det inte bara risker förknippade med värdenivån på fastigheterna som behöver invägas i en bedömning om lämplig belåningsgrad. Risker i framtida kassaflöden behöver också bedömas. Annorlunda uttryckt, om riskerna i framtida kassaflöden var obefintliga skulle man kunna ha en hög belåningsgrad utan att risken för företaget som helhet skulle bli för hög. Risker i framtida kassaflöden innefattar då operativa flödesrisker – främst driftnettoflöden – men även hur företaget hanterar de finansiella risker som är förknippade med bl.a. löptider på krediter, räntebindningsstruktur, alternativa finansieringskällor etc.

I sammanhanget skulle kunna anföras att det faktum att ett kommunalt bostadsföretag har en kommun som ägare innebär att bostadsföretaget kan ha en lägre andel eget kapital än andra bostadsföretag som verkar på marknaden. Se exempelvis vad som anförts i rättsfallet mål nr 5419-11⁵⁸ som avgjorts i Kammarrätten i Stockholm den 12 januari 2012 och med hänvisning till SFS 2002:664 – Förordning om statligt stöd för vissa kommunala åtaganden om boendet. Slutsatsen av detta resonemang skulle bli att det torde vara ytterst sällan ett kommunalt bostadsföretag i praktiken kan bli försatt i konkurs. Eftersom kommunala bostadsföretag framgent ska bedrivas på ett konkurrensneutralt sätt och tillämpa marknadsmässiga avkastningskrav borde dock den logiska slutsatsen vara att man får bortse från sådana specifika omständigheter som nyss diskuterats vid bedömning av optimal kapitalstruktur och vad som är nivån på ett marknadsmässigt avkastningskrav i dessa företag. Annorlunda uttryckt, det blir nödvändigt att resonera i hypotetiska termer hur det kommunala bostadsföretaget borde vara kapitaliserat om dessa specifika regler inte funnits. Annars kan det marknadsmässiga synsättet på optimal kapitalstruktur och marknadsmässiga avkastningskrav bli satt ur spel. Detta skulle i sin tur i förlängningen kunna leda till problem i konkurrensneutralitetshänseende.

4.3.3 Avkastningskrav med hänsyn till skatt

Vanligen diskuteras ett avkastningskrav efter skatt när avkastningskravet på eget kapital är aktuellt. I jämförelse med de avkastningskrav som diskuteras och hänvisas till på fastighetsmarknaden kan noteras att dessa avkastningskrav oftast är ett avkastningskrav på totalt kapital som anges före skatt. Det kan därför ofta bli nödvändigt att justera ett bedömt avkastningskrav på eget kapital efter skatt

⁵⁷ Lundström & Nordlund, 2011

⁵⁸ Saken i det aktuella målet avser överprövning enligt lagen (2007:1091) om offentlig upphandling – LOU. Bland annat anförts av Kammarrätten i Stockholm att de kommunala bostadsbolagen inte kan anses fullt ut bära risken för de förluster som kan uppstå i verksamheten. Detta vilar bl.a. i sin tur på grundresonemanget att de kommunala bostadsföretagen har en viktig allmännyttig funktion vilket torde leda till att det ytterst sällan tillåts att ett sådant företag försätts i konkurs samt att det föreligger en författningsreglerad mekanism för att tillskjuta statlig finansiering till ett olönsamt kommunalt bostadsbolag.

till ett avkastningskrav före skatt på denna kapitalbas. Det har diskuterats mycket i olika former av litteratur hur man lämpligen justerar ett avkastningskrav efter skatt till ett avkastningskrav före skatt. En enkel formel som skulle kunna tillämpas för detta ändamål är att dividera ett avkastningskrav som är uttryckt efter skatt med (1-skattesatsen). Om bolagsskattesatsen är 26,3% i Sverige skulle ett avkastningskrav på eget kapital uttryckt efter skatt till exempelvis 10 %, kunna räknas om till ett avkastningskrav före skatt på följande sätt: $10 \% / (1 - 26,3 \%) = 10 \% / 0,737 = 13,57 \%^{59}$.

I sammanhanget kan dock frågor aktualiseras om hur man härlett avkastningskravet på eget kapital efter skatt och hur stor den verkliga effektiva skatten egentligen är. Jag går dock inte djupare i denna diskussion här.⁶⁰

4.3.4 Informationskällor avseende avkastningskrav härledda från finansiella marknaden

Från obligationsmarknaden kan information erhållas om ränta på så kallade riskfria placeringar, statsobligationer nominella och reala. Sådana ränteuppgifter på olika löptider kan exempelvis avläsas i tidningen Dagens Industri.

Kapitalkostnaden för totalt kapital utifrån lånat och eget kapital i de fastighetsbolag som är noterade på börsen kan räknas fram exempelvis med en WACC som beskrevs ovan. Vid en sådan beräkning utgår man från marknadsvärdet på eget kapital i det noterade bolaget vilket är detsamma som det aktuella börsvärdet för bolaget. Börsvärdet i sin tur räknas fram genom att ta aktuell aktiekurs gånger antalet utestående aktier i bolaget. Dessutom utgår man från vilken marginell upplåningsräntekostnad som gäller för räntebärande nettoskulder i bolagen. När uppgifter finns om kapitalvärdena som gäller för eget kapital respektive relevanta skulder kan WACC-formeln användas för att räkna fram nominellt avkastningskrav på totalt kapital dock med beaktande av om uträkningen sker före eller efter skatt. För att räkna fram avkastningskravet på det egna kapitalet behövs förutom en riskfri obligationsränta uppgifter om en generell aktiemarknadsriskpremie samt ett betavärde för det eller de bolag som analyseras. Uppgifter om betavärden och börsvärden finns exempelvis i tidningen Aktiespararen. Även Dagens Industri innehåller information om börsvärden för olika bolag.

Utfall avseende total- och direktavkastning specifikt för fastighetsbranschen kan exempelvis inhämtas från IPD Svenskt Fastighetsindex eller IPD Bostadsindex.

Oavsett vilken av de ovan exemplifierade källorna som används för att få fram en utgångspunkt för ett marknadsmässigt avkastningskrav, behövs normalt en bedömning av hur riskpremien kan behöva justeras för det enskilda bolaget eller den enskilda fastigheten med hänsyn till om risken i just detta fall bedöms vara högre eller lägre än vad som gäller för jämförelseobjektet/-en.

Om vi tar det börsnoterade bostadsföretaget Heba som exempel och antar att WACC-beräkningen ger vid handen att ett nominellt totalavkastningskrav på totalt kapital om 5-6 % (beroende på bl.a.

⁵⁹ Observera att beskrivningen är förenklad och egentligen stämmer vid ett antagande om ingen tillväxt i framtida kassaflöden om avkastningskravet formuleras som ett direktavkastningskrav på eget kapital. Ju högre tillväxtantagandet är beträffande framtida kassaflöden desto lägre blir avkastningskravet före skatt. För mer exakta beräkningar i detta avseende hänvisas dock till finansiell expertis eller särskild litteratur på området.

⁶⁰ Se också exempelvis resultat och diskussioner i Lonergan, 2009; Damodaran, 2002; IAS 36 BCZ85

antaganden om riskfri realränta m.m.) skulle vara relevant för detta bolag, så infinner sig frågan hur ett sådant avkastningskrav behöver justeras för att passa i en specifik situation. Om vi antar att fastighetsbeståndet i det bostadsföretag som ska ha ett relevant avkastningskrav formulerat på sig i ett ägardirektiv från en kommun, ligger i ett sämre läge än Hebas bestånd så borde totalavkastningskravet vara kanske 1-2 %-enheter högre än det som gäller för jämförelsebolaget. Likadant kan resonemanget se ut i det fall ett sådant avkastningskrav ska anpassas för en enskild fastighet som avviker i riskstruktur från jämförelsebolaget.

4.4 Avslutning/sammanfattning

Härledning av avkastningskrav från fastighetsmarknaden förefaller vid en första anblick vara mindre tekniskt komplicerad än en härledning från finansiella marknaden. Vidare kan konstateras att en härledning av avkastningskrav från fastighetsmarknaden för enskilda fastigheter sannolikt är lämpligare än en finansiell ansats i den utsträckning det finns tillräcklig likviditet i fastighetsmarknaden.

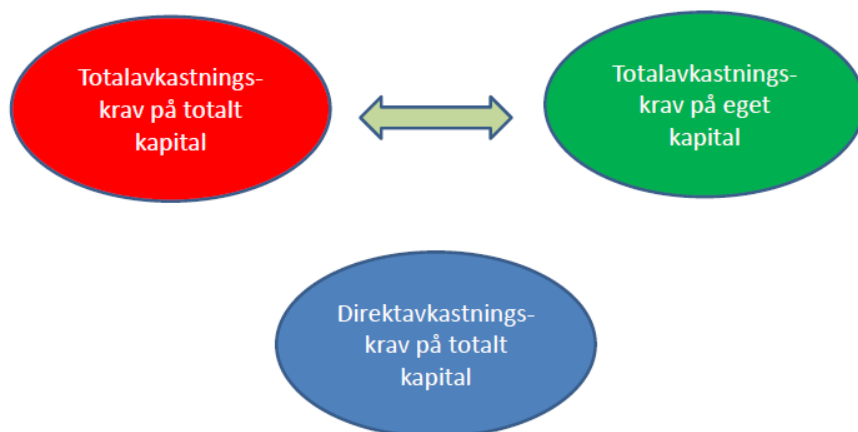
Från fastighetstransaktionsmarknaden härleds normalt ett direktavkastningskrav genom att ställa ett "normaliserat" driftnetto i relation till betalda priser på fastigheter i marknadsmässiga transaktioner. Vid utgångspunkt från den finansiella marknaden börjar härledningen med en riskfri ränta varefter en aktiemarknadsriskpremie samt ett betavärde används för att räkna ut ett marknadsmässigt avkastningskrav som är relevant i den specifika situationen. En sådan ansats som börjar i den finansiella marknaden är en så kallad WACC (Weighted Average Cost of Capital), där avkastningskrav för skulder respektive eget kapital vägs ihop till ett avkastningskrav på totalt kapital. Om utgångspunkten är en nominell ränta, inklusive inflationskompensation, leder en WACC till ett nominellt totalavkastningskrav på totalt kapital. Om utgångspunkten är en real ränta, utan inflationskompensation, blir det istället ett reall totalavkastningskrav på totalt kapital.

Ur ett teoretiskt perspektiv ska dock egentligen de båda angreppssätten leda till, i allt väsentligt, samma slutsats i en effektiv marknad med tillgång till "perfekt" information. Problemet är dock att ingen av marknaderna karaktäriseras av tillgång till "perfekt" information. Det är viktigt att komma ihåg att båda angreppssätten innehåller osäkerhet vad avser bedömda nivåer på avkastningskrav men orsakerna till denna osäkerhet kan vara olika.

Både en härledning från fastighetsmarknaden och finansiella marknaden, när det gäller marknadsmässiga avkastningskrav, bygger i stor utsträckning på att historiska samband ska gälla även i framtiden. För att kunna ha en riktigt bra uppfattning om marknadsmässiga totalavkastningskrav ex ante torde det i praktiken krävas aktuella och detaljerade kunskaper om hur marknadens aktörer resonerar vid varje given tidpunkt om förväntningar på framtiden kopplade till ett visst företag eller en viss fastighet när det gäller framtida driftnetton och värde-/kassaflödesförändringar. Det är viktigt att framhålla att det föreligger problem med observerbarheten när det gäller marknadens förväntningar avseende framtida värde-/driftnettoutveckling för olika typer av fastigheter i olika geografiska lägen.

Baserat på ovanstående resonemang skulle en modell som utgångspunkten för avkastningskrav i ett ägardirektiv kunna följa nedan principiella beskrivning:

Figur 13



Figur 12: Ovanstående figur illustrerar olika typer av avkastningskrav som kan formuleras på en fastighet eller ett fastighetsbolag.

Ovanstående samband håller givet att:

Totalavkastningskravet på totalt kapital = Totalavkastningskrav på eget kapital + avkastningskrav på skulder. Totalavkastningskrav kan vara ett nominellt eller reellt totalavkastningskrav beroende på hur hänsyn tas till förväntad inflation. Se vidare bilaga 1 exempel 5 eller beskrivning i avsnitt 4.2.1 ovan.

I bilaga 1 exempel 7 finns en principillustration över hur belåningsgrad/LTV och affärsrisk/operativ risk borde påverka det marknadsmässiga avkastningskravet på totalt respektive eget kapital.

I sammanhanget kan också påpekas följande: Totalt avkastningskrav på företagsnivå motsvaras i teorin av summan av alla avkastningskrav på nivåer under den aggregerade totalnivån. Exempel: Ett företag innehar två tillgångar med olika avkastningskrav enligt principiell beskrivning som följer - En tillgång med avkastningskrav 10 % och ett värde på 100, en tillgång med avkastningskrav 5 % och ett värde på 100 så ger detta ett vägt totalt avkastningskrav på aggregerad nivå om 7,5 %.

När det gäller avkastningskrav i situationer som berör enskilda investeringar är min uppfattning att de kommunala bostadsföretagen bör fokusera på risk för en viss typ av investering med utgångspunkt från bedömningar grundade på hur andra aktörer på fastighetsmarknaden agerar. Här kan olika typer av marknadsinformation, som bl a räknades upp i avsnitt 4.2.3 ovan, användas som delmängdsinformation. I sådan information ingår bl.a. direktavkastningskrav.

Direktavkastningskravet ger dock inte alltid helhetsbilden när det gäller aktörernas förväntan om totalavkastning.

Kapitel 5 Empiri

5.1 Intervjustudie – Långsiktiga privata/"normala" aktörer

I detta projekt har en intervjustudie skett där respondenterna bedömt utgöra långsiktiga privata/"normala" aktörer på marknaden för bostadshyreshus. Syftet med denna intervjustudie har varit att kartlägga hur andra långsiktiga aktörer resonerar när det gäller avkastningskrav och ställningstaganden i olika beslutssituationer vilka framgår av frågeställningarna nedan. Nedan redogörs för de resultat som framkommit i djupintervjuer med "långsiktiga privata/normala aktörer" som inte är kommunala allmännyttiga bostadsaktiebolag. Vidare beskrivs hur urvalet av respondenter gått till samt motivet för att genomföra studien i form av en intervjustudie.

Motivet till att utföra en djupintervjubaserad studie framför en studie av dokument i form av årsredovisningar, ägardirektiv med mera, motiveras på följande sätt:

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

Respondenterna har utvalts enligt följande kriterier:

- Företag som inte är kommunala bostadsföretag och som har varit historiskt verksamma under längre än tio år som innehavare och förvaltare av hyresbostäder
- Företag som inte är kommunala bostadsföretag som det finns goda anledningar att tro att de kommer att inneha hyresbostäder på lång sikt även om de är nya aktörer i branschen.
- Företag som omnämnes av aktörer i fastighetsbranschen som långsiktiga och seriösa aktörer.

De intervjuade företagen är totalt 12 stycken. Därför sker inga statistiska bearbetningar av erhållna intervjuvar. Intervjuundersökningen är en djupintervju och i första hand sker en kvalitativ analys av erhållna svar. Vilka som är respondenter framgår av källförteckningen och de representerar både större och mindre fastighetsägare samt med innehav av fastighetsbestånd belägna både på "starkare" och "svagare" marknader. Värden på fastighetsinnehav hos respondenterna varierar från ca 30 MdrSEK till ca 30 MSEK och bland respondenterna finns börsnoterade fastighetsföretag, fastighetsföretag som ägs av pensionsfonder, större privata fastighetsföretag och mindre privata fastighetsägare. De sammanställda intervjuvaren har efter genomförd intervju skickats till respondenterna för kommentarer. Några har därvid återkommit med synpunkter på uppgifter som de ansett behöver justeras innan de känt sig nöjda med hur intervjun återgetts. Hänsyn har tagits till dessa synpunkter.

Nedan redovisas en sammanställning av intervjuvaren i anslutning till varje ställd fråga. Frågorna framgår först i fetstil och därefter följer sammanställningen av svaren.

Kan ni beskriva hur ni resonerar/skulle resonera i termer av kassaflödes-/driftnettoeffekter samt avkastning/avkastningskrav i nedanstående beslutssituationer:

a) Företaget planerar att genomföra en nyproduktion av hyresbostäder

En respondent svarar helt kort att nyproduktion inte är aktuellt på grund av att det inte är lönsamt. Två respondenter anser att potentialen avseende värdeförändring (värdeökning) är viktigast och att direktavkastningen är underordnat. En annan respondent betonar vikten av att kassaflödet är positivt

och sätter detta främst. I övrigt är respondenterna (åtta stycken) samstämmiga i att de har ett direktavkastningskrav som ska uppfyllas. En av dessa uppger dock tydligt att direktavkastningen är av underordnad betydelse. Det viktiga, betonar denna, är vilken potential på sikt som finns till positiv värdeförändring samt möjlighet till ombildning till bostadsrätt och även vilka hyror som går att få ut. Gemensamt för nästan alla respondenter är att de försöker räkna med så verklighetstroga kostnader som möjligt när det gäller drift- och underhållskostnader. Endast i två fall verkar det som om företaget jobbar med schabloner på drift- och underhåll i mer än ringa omfattning. I de bedömda drift- och underhållskostnaderna ingår normalt schabloner för fastighetsadministration och fastighetsskötsel samt reparationer dock med hänsyn till att objektet är nybyggt (låg nivå på reparationer med andra ord, dock sällan 0). I två av fallen anser respondenterna att driftnettot inte behöver belastas med fastighetsadministration. Förutom den respondent som satte kassaflödet främst anser ytterligare fem att kassaflödet är en viktig del i helhetsbedömningen och att det är viktigt att projektet ger ett positivt kassaflöde direkt eller i nära anslutning till färdigställande. Nästan alla respondenterna som anger att de har ett direktavkastningskrav uppger också att det är deras eget avkastningskrav som är styrande. Marknadens direktavkastningskrav kan ge vissa influenser men deras eget avkastningskrav är överordnat marknadens. De som anger kvantifierade nivåer på direktavkastningskrav anger nivåer på 5-6 %. En intressant iakttagelse i sammanhanget är att dessa uppgivna nivåer inte skiljer sig speciellt mycket mellan respondenter med fastighetsbestånd belägna på "starkare" marknader/större orter och respondenter med fastighetsbestånd belägna på "svagare" marknader/mindre orter. En respondent lyfter fram att denne i och för sig kan tänka sig att gå lägre än 5 % i direktavkastning för att "komma åt" vissa fastigheter i bra lägen på "starkare" marknader men att detta i så fall uppvägs av en förväntan om värdetillväxt och/eller ökade kassaflöden i framtiden.

b) Företaget planerar att genomföra en mera omfattande upprustning av hyresbostäder (som omfattar utbyte av ex vis varm- o kallvattenrör, avloppsstammar, badrumsrenovering, köksinredning och –utrustning, fasadrenovering, fönsterbyten, takomläggning, balkongbyten eller –renovering, inre ytskiktbyten, värme- och ventilationssystem utbyte m.m.)

Denna typ av åtgärder, med denna omfattning, förefaller i normalfallet bara vara aktuell i företag som har fastigheterna belägna på "starkare" marknader/större orter.

En respondent anger att resonemanget för denna typ av åtgärder är likadant som deras resonemang vid nyproduktion samt att de gör en bedömning av marknadsvärdet före respektive efter ombyggnad och att marknadsvärdeökningen ger det lönsamma investeringsutrymmet och detta sätt att utvärdera lönsamhet vid större ombyggnationer stöds av ytterligare en respondent. En respondent anger att ombyggnationer av denna typ är ett bättre sätt att investera medel än att köpa på begagnatmarknaden. En annan respondent anger att investeringar av detta slag ger bättre avkastning än nyproduktion i nuläget. Vidare är en central fråga som återkommer hos de respondenter där denna typ av projekt kan vara aktuellt, vilken hyra som kommer att bli resultatet efter ombyggnationen. En respondent betonar att det är dennes uppfattning att utvecklingen på längre sikt leder till att bostadshyror kommer att påverkas av balans mellan utbud och efterfrågan. Denne menar att detta innebär en skillnad mot nuläget där hyresvärdens kostnader får stor inverkan på vilka hyror som är möjliga att förhandla fram samt att framtidens system och tolkningar borde leda till mer tydlighet att det är förbättrade funktioner som ger bättre hyra, inte hyresvärdens ökade kostnader. Denne respondent försöker göra bedömningar av hur en "jämviktshyra" skulle kunna utvecklas på sikt och vad det skulle kunna ge för nivåer på hyran. För att få referenser till hur en

sådan intäktsbildning då skulle kunna komma att gå till, tittar de bland annat på kontorshyresmarknaden och prisbildningen på bostadsrättsmarknaden. Detta invägs därefter i deras kalkyler vid ombyggnationer. En annan respondent uppskattar att det i attraktiva lägen i närförorter till Stockholm kan finnas en hyrespotential på uppemot 50-60%.

c) En mindre omfattande upprustning, exempelvis en takomläggning eller fasadrenovering

Samtliga respondenter är överens om att de betraktar denna typ av åtgärder som periodiskt/normalt underhåll och/eller att de inte gör investeringskalkyler inför beslut om dessa typer av åtgärder. En respondent anger dock att exempelvis en fasadrenovering kan ingå som en del i en strategi att lyfta en fastighets status vilket i sin tur kan sänka avkastningskravet för fastigheten och ge ett högre värde på densamma.

d) Energibesparings- och/eller andra miljöbefrämjande åtgärder

Respondenterna svarar här utifrån hur energibesparingsåtgärder bedöms. När det gäller beslut om huruvida sådana åtgärder ska genomföras är i stort sett alla respondenter eniga om att det vilar på en strikt ekonomisk grund där en investeringskalkyl utgör underlag för beslut. Är åtgärden lönsam genomförs den. Det förefaller också vara ganska ofta som de olika respondenterna anser sådana typer av åtgärder vara lönsamma. När det gäller andra miljöbefrämjande åtgärder så exemplifierar inte respondenterna samma typer av åtgärder. I något fall tas upp investeringar i miljöel, i ett par andra fall omnämnes sophantering. Två respondenter hänvisar till svar på nästa delfråga nedan och två respondenter hänvisar till att andra miljöåtgärder sker på grund av lagkrav. Några respondenter betonar att miljöbefrämjande åtgärder är efterfrågestyrda.

e) Utgifter för att "lyfta" utemiljö, exempelvis en lekplats, gräsmattor/rabatter, etc

Samtliga respondenter svarar att dessa typer av åtgärder är viktiga. Den gemensamma nämnaren för respondenterna förefaller vara att det sällan eller aldrig görs "strikt" ekonomiska kalkyler på denna typ av åtgärder. Flera respondenter hänför sådana här typer av åtgärder till "underhållskostnader". Flera av respondenterna anser sådana här åtgärder vara viktiga för trivsel i bostadsområdet och att åtgärderna ändå lönar sig på något sätt på längre sikt. Motivet till att de lönar sig ligger i mindre risk för omflyttning, vakanser, lägre kostnader för reparationer och sanering samt att åtgärderna är viktiga för att få ett bra nöjd kund index (NKI). Det finns i flera av svaren inslag av att denna typ av åtgärder är positiva för företagets varumärkesbyggande.

Hur resonerar ni i detta företag när det gäller avkastningskrav? Har företaget som helhet ett avkastningskrav att leva upp till och hur är i så fall detta formulerat? Har ni avkastningskrav ställda på fastighetsnivå, områdesnivå, kostnadsställenivå eller liknande och hur är i så fall dessa formulerade?

Åtta av respondenterna uppger att de har någon form avkastningskrav på företaget som helhet. Precisionen i hur detta avkastningskrav är formulerat är dock inte lika hos dessa. Fyra av dem uttrycker att de har ett direktavkastningskrav på företaget som helhet medan en uttrycker att avkastningskravet i princip handlar om att företaget som helhet ska ge ett positivt kassaflöde, utrymme för en bra lön och vissa förmåner samt att vinsten när sådana kostnader är betalda ska ge ett bra överskott efter skatt - dvs ej kvantifierat som en procentsats eller angivet i absoluta tal. Förutom den respondent ovan som har framfört att kravet är att totalt kassaflöde ska vara positivt kan omnämnas att ytterligare sju respondenter trycker på att det är viktigt att kassaflödet är positivt

eller i vart fall inte negativt. En respondent betonar att avkastningen från fastigheterna över tid måste vara bättre än att placera medlen på annat sätt. En respondent anger ett vinstmål efter skatt som är angivet till ett bestämt belopp. En respondent anger att fastigheternas operativa resultat måste vara högre än låneräntan.

De fyra respondenter som anger att de har ett direktavkastningskrav anger också vilken procentsats som gäller och denna varierar mellan 5 och 8 %. Den som anger 8 % förtydligar dock att bostadsdelen har ett direktavkastningskrav på 6 % då fastighetsbeståndet även innehåller en väsentlig del kommersiella lokaler och att direktavkastningskravet är högre för dessa. Två respondenter förtydligar också att det reala direktavkastningskravet också kombineras med att det nominella totalavkastningskravet måste ge kompensation för inflationen. Annorlunda uttryckt ska direktavkastningen, säg 5 % och förväntad inflation, säg 2 %, ge en totalavkastning om 7 %.

En annan respondent framför att de har avkastningskrav ställda på projekt och "det andra blir som det blir", dock anger denne att det finns ett vinstmål efter skatt som är angivet till belopp. I sammanhanget kan det dock vara viktigt att notera att denne respondent företräder ett företag vars fastigheter är belägna i Stockholm och att intervjun i övrigt har gett intrycket att denne respondent ger uttryck för åsikten att historien har visat att investeringar i fastigheter i dessa lägen har visat sig bli bra investeringar på längre sikt även om den initiala direktavkastningen kan vara låg. En annan respondent betonar att det är svårt att styra verksamheten utifrån totalavkastning eftersom denna tenderar att gå upp eller ner enskilda år på grund av extern marknadsinverkan som påverkar värdeförändringen.

De flesta respondenterna har dock någon form av avkastningskrav för enskilda fastigheter och framförallt då i investeringssituationer. En respondent anger att diskonteringsräntan som används för att nuvärdesberäkna framtida kassaflöden är baserad på en s.k. WACC där kostnaden för eget kapital bestäms utifrån CAPM-metoden och riskpremien i avkastningskravet är härledd från aktiemarknaden.

Vad är enligt er uppfattning en relevant avkastning från en fastighetsinvestering, om vi bortser från att fastigheten kan vara belånad: Direktavkastning/driftnettoavkastning eller en kombination av driftnettoavkastning och värdeförändringsavkastning? Eller tycker ni att något annat sätt att se på vad som är relevant avkastning stämmer bättre med ert sätt att resonera, kan ni i så fall beskriva hur?

Fem respondenter anser att totalavkastning (driftnetto plus värdeförändring) är mest relevant. Två respondenter ger uttryck för att värdeförändring (-ökning) är mest relevant och att driftnettoavkastningen är underordnad. En respondent betonar att kassaflödet totalt är nummer ett, dvs kassaflödet totalt måste gå ihop. Fyra respondenter anser att enbart direktavkastning är mest relevant. Här bör dock noteras att två av dessa innehar fastigheter på mindre orter/"svagare" marknader. Tre respondenter betonar att det är viktigt att direktavkastningen är högre än räntesatsen för lånen, det vill säga om räntan på lån är 4,5% så behöver direktavkastningen överstiga 4,5%. En av respondenterna preciserar att direktavkastningen behöver ligga 0,75-1,5%-enheter över ränta på lånen. Sex av respondenterna betonar att det är viktigt att kassaflödet totalt efter räntor och amorteringar är positivt men endast en av respondenterna placerar tydligt kassaflödet som att

det är det viktigaste lönsamhetsmåttet. De andra respondenterna som lyft fram vikten av kassaflödet kombinerar detta med ett direkt- eller totalavkastningskrav.

Utvärdering av avkastning från fastighetsinvesteringar

a) Hur utvärderar ni om avkastningen på fastighetsinvesteringar är bra eller inte?

På denna fråga kan man inte urskilja något entydigt sätt som fastighetsföretagen tillämpar när de gör denna bedömning. Det förefaller dock som om fastighetsföretag på mindre orter/"svagare" marknader har ingen eller mycket låg förväntan om värdetillväxt på fastigheterna. Fastighetsföretag på större orter/"starkare" marknader har generellt sett en historisk erfarenhet av att fastigheterna stiger i värde över tid och även en förväntan om att en sådan utveckling ska infrias i framtiden. Vissa anger att de utvärderar direktavkastningen och andra att de ser totalavkastningen inklusive värdeförändring som mest relevant.

Två respondenter uttrycker tydligt att kravet är direktavkastningskravet plus inflationskompensation. I de specifika fallen anges direktavkastningskravet till ca 5 % och vid en inflationsförväntan om 2 % blir totalavkastningskravet 7 % varefter utvärdering sker mot detta. En annan respondent anger att direktavkastningskravet är 6 % och att det är mot detta avkastningskrav som utvärdering sker. Det intressanta med denna respondent är att fastighetsinnehavet bedöms ligga på "starkare" marknader där andra respondenter med jämförbara lägen på fastigheterna anser att värdeförändringskomponenten är mycket viktig. Den respondent som i detta fall anger 6 % direktavkastningskrav anser dock inte att man kan bortse från värdeförändringen i realiteten men att ägarens avkastningskrav inte innefattar krav på avkastning utöver direktavkastningen.

En respondent med fastigheter på en av de mindre orterna och två respondenter med fastigheter på större orter anger explicit att direktavkastningen måste vara högre än låneräntan. En respondent från ett fastighetsbolag med bestånd beläget i en av de större orterna anger att det görs benchmarkanalyser mot IPD Svenskt Fastighetsindex.

En respondent anger att en viktig del i denna bedömning är att jämföra avkastningen med "benchmarks", det vill säga vad andra bostadsföretag levererar i direkt- och total avkastning.

b) Ser ni detta på ett års sikt eller över längre tidsperioder?

Två respondenter beskriver en utvärderingsprocess som handlar om detaljerade uppföljningar på ett års sikt eller liknande period. Då handlar det i första hand om noggranna för- och efterkalkyler för projekt.

c) Om ni inte utvärderar detta i första hand på ett års sikt - Vad tycker ni i så fall att en relevant tidsperiod skulle kunna vara för att utvärdera om avkastningen på fastighetsinvesteringar är bra eller inte?

Det förefaller vara en överensstämmelse mellan de respondenter som inte tycker ett års sikt är relevant att detta behöver utvärderas över en period om 5-10 år. En respondent går ännu längre och anser att till och med perioder upp emot 20 år är relevant. En respondent anger dock ett tidsintervall om 3-5 år.

Vad tycker ni är mest relevant – den avkastning ni får på totalt kapital (fastighetens/-ernas värde) eller på eget kapital (fastighetens/-ernas värde minus lån/räntebärande skulder)? Eller tycker ni båda är lika relevanta?

Nio respondenter anser att avkastningen på totalt kapital (fastigheterna) är mest relevant. Tre respondenter anser att avkastningen på eget kapital är mest relevant.

Hur definierar och mäter ni de kapitalbaser som avsågs i föregående fråga (totalt kapital och eget kapital)?

Samtliga respondenter utom en anser att den relevanta kapitalbasen är fastigheternas marknadsvärden. Den som avviker utgår istället från ett redovisat värde som är baserat på anskaffningsvärden vilka i sin tur minskats med planmässig avskrivning.

Tycker ni att det är relevant att räkna bort en eventuell uppskjuten skatteskuld (skatt på skillnad mellan relevant fastighetsvärde och skattemässigt värde på fastigheten/-erna) innan ni kommer fram till ett relevant eget kapital att mäta avkastning på? Om ni tycker det, beskriv hur ni tycker att man ska bedöma värdet på en sådan skuld.

Tre respondenter anger att det kan vara relevant att räkna bort uppskjuten skatt vid bedömning av det egna kapitalets värde. Dessa räknar med en skatteskuld som varierar mellan ca 7 – 13 % på skillnaden mellan marknadsvärde och skattemässigt värde för fastigheterna vid denna bedömning. Övriga anser inte att avdrag för uppskjuten skatt är relevant vid bedömning av det egna kapitalets värde. Alternativt anser respondenterna att frågan har låg till mycket låg relevans.

5.2 Intervjustudie leverantörer av marknadsinformation

Nedan redogörs för de resultat som framkommit i djupintervjuer med leverantörer av marknadsinformation – direktavkastningskrav. Vidare beskrivs hur urvalet av respondenter gått till.

Respondenterna har utvalts enligt följande kriterier:

- Företaget ska vara leverantör av marknadsinformation till informationsportalen Datscha
- Företaget ska ge ut en egen marknadsinformationsrapport som innehåller direktavkastningskrav för bostäder och att denna marknadsinformationsrapport ska innehålla sådana uppgifter för fler orter än de tre storstadsregionerna (Stockholm, Göteborg och Malmö) samt vara allmänt känd på fastighetsmarknaden

Antalet respondenter uppgår till fyra stycken. Dessutom har viss information om nivåer på antagna drift- och underhållsbetalningar hämtats från marknadsrapporten Fastighetsindikatorn (2012). De sammanställda intervjusvaren har efter genomförd intervju skickats till respondenterna för kommentarer. Några har därvid återkommit med synpunkter på uppgifter som de ansett behöver justeras innan de känt sig nöjda med hur intervjun återgetts. Hänsyn har tagits till dessa synpunkter.

Nedan redovisas en sammanställning av intervjusvaren i anslutning till varje ställd fråga. Frågorna framgår först i fetstil och därefter följer sammanställningen av svaren.

Kan ni kortfattat beskriva den metod ni använder för att bedöma marknadens direktavkastningskrav för fastigheter

Metoden för att extrahera marknadens direktavkastningskrav är i allt väsentligt baserad på en ortsprismetod, dvs driftnetto ställs i relation till betalda priser för jämförbara objekt på fastighetsmarknaden.

Hur bedömer ni direktavkastningskravet på en viss ort för bostadshyresfastigheter om inga transaktioner finns i närtid på denna ort?

En utökning sker av ortsprisområdet till att omfatta andra kommuner/orter som liknar den aktuella orten. Viktiga faktorer vid bedömning av om kommuner/orter är jämförbara är bl.a. befolkningsutveckling, befolkningens storlek, näringslivsstruktur m.m. Vidare ligger en erfarenhetsmässig bedömning till grund för bedömningen av avkastningskraven ifråga på sådana orter.

Hur bedömer ni direktavkastningskravet för bostadshyresfastigheter i olika lägen på en viss ort?

Transaktionspriser i olika lägen är naturligtvis vägledande. Till väsentlig del är bedömning av nivån baserad på en allmän erfarenhetsbedömning. Nyckeltalet kr/kvm för jämförbara transaktioner är en viktig del av underlaget för bedömning. Olika nivåer på hyror vid fastighetstaxeringen är också en viktig del.

Kan ni kortfattat beskriva hur ni bedömer det driftnetto som används för att bedöma direktavkastningskravet?

Gemensamt för leverantörer av marknadsinformation till informationsportalen Datscha är att de bedömer ett "normaliserat driftnetto" enligt nedanstående beskrivning/uppställning:

+ Bruksvärdehyra/hyra enligt fastighetstaxering uppräknad till aktuell nivå

- Bedömd normal långsiktig vakansgrad

- Normaliserade drift- och underhållskostnader

- Fastighetsskatt

- Tomträttsavgäld i förekommande fall

= Driftnetto normaliserat

En av leverantörerna uppger att de tar hänsyn till att taxebundna kostnader (el, värme, vatten, renhållning) skiljer sig åt mellan olika kommuner i landet. Utgångspunkten för sådana justeringar är rapporten "Fastigheten Nils Holgersson". Två av företagen har specificerat nivån på administrationskostnader (ca 30:-/kvm) och fastighetsskötsel inklusive reparationer (ca 80-85:-/kvm). Två av företagen anger att nivån på drift och underhåll på olika sätt bygger på REPAB för bostäder. Nivåer på underhållskostnader varierar mellan 80-120:-/kvm.

I rapporten "Fastighetsindikatorn" utgiven av tidningen "Fastighetsvärlden" framgår att de, för bostäder, räknar med en schablon för drift- och underhållskostnader, inklusive fastighetsskatt, om 370:- /kvm och anger att detta avser kostnader exklusive moms. Att kostnaden anges exklusive moms kan synas något märkligt eftersom momsen inte är avdragsgill för bostäder. Detta skapar i viss mån osäkerhet om användaren av rapporten ska tolka detta som att moms ska läggas på relevanta kostnadslag innan den relevanta nivån på drift- och underhåll kan färdigställas. I Fastighetsindikatorn anges exempelvis administrationskostnaden till 33:-/kvm, fastighetsskötselkostnad till 40:-/kvm och underhållskostnad till 115:-/kvm.

Kan ni kortfattat beskriva hur ni bedömer priset på jämförbara fastigheter när ni bedömer direktavkastningskravet (dvs det pris ni sätter driftnettot i relation till)?

Tidigare har information om transaktionspriser för fastigheter i huvudsak inhämtats från ortsprisssystem. Detta har dock försvårats med åren eftersom många transaktioner idag sker i form av bolagsöverlåtelser. Andelarna i det företag som innehar fastigheterna överlåts varigenom en indirekt överlåtelse sker av de fastigheter som innehas av bolaget vars andelar överlåts. Detta innebär i sin tur problem på olika sätt. Exempel på sådana problem är om en hel portfölj av fastigheter överlåts indirekt. Om så är fallet uppstår svårigheter att extrahera priset på var och en av de fastigheter som ingår i portföljen. En viktig informationskälla är dock Bolagsverkets information om ekonomiska planer när det gäller försäljningar till bostadsrättsföreningar. I dessa planer framgår köpeskillingen/priset på fastigheten/-erna. Uppgifter i pressreleaser om underligande prisnivåer på fastigheter vid bolagstransaktioner förefaller vara en viktig informationskälla. En av respondenterna anger också explicit att allmännyttans försäljningspriser (köpeskillingar för motparten) i normalfallet utgör "riktiga" priser som de kan ta in i sina bedömningar. Huruvida priser i en transaktion kan ha påverkats av icke marknadsmässiga villkor som exempelvis en förmånlig finansiering förefaller inte analyseras så djupt av respondenterna. Dock anger en respondent att detta dock kan sägas ske indirekt genom erfarenhetsmässig bedömning om hur finansieringen ser ut och hur den påverkar direktavkastningskraven.

På "starkare" marknader finns ofta en potential för bostadshyresfastigheter att omvandlas till bostadsrätt i ett senare skede. Hur inväger ni influenser av sådana möjligheter vid bedömning av direktavkastningskrav på en viss delmarknad?

Samtliga respondenter anger: Finns sådana potentialer påverkar detta/invägs detta i rapporterade direktavkastningskrav.

Är det något ni skulle vilja tillföra förutom de frågor som ställts ovan som är relevant i sammanhanget?

Två av respondenterna trycker på att uppgivna direktavkastningskrav ska ses som indikativa nivåer, inte utgör någon absolut sanning samt måste anpassas till individuella objekt och specifika förutsättningar.

5.3 Översiktlig genomgång ägardirektiv till kommunala bostadsföretag

Som en del i de empiriska studier som sker inom ramen för denna utredningsrapport har ett antal olika ägardirektiv, ställda till kommunala bostadsföretag belägna i olika kommuner, översiktligt granskats. Ägardirektiven har främst granskats vad avser lydelse om avkastningskrav och/eller lydelse avseende affärsmässighet. Antalet granskade ägardirektiv uppgår till 15 stycken.

Genomgången visar i det flesta fall på klara behov av förtydliganden och andra förbättringar. Nedan ges exempel på iakttagelser som skett i samband med ovan beskrivna genomgång:

- Konsistens saknas i många fall mellan angivna avkastningskrav och mål för belåningsgrader/soliditet
- I flera fall anges ett soliditetsmål utan att närmare precisera hur denna soliditet definieras

- Flera ägardirektiv synes utgå från de kapitalvärden vad avser fastigheter och eget kapital som kan utläsas ur årsredovisningar som i sin tur är upprättade på basis av historiska anskaffningsvärden för fastigheterna.
- Soliditetsmål som anges i flera fall är mycket låga i jämförelse med de resonemang som anförts ovan avseende optimal kapitalstruktur.
- I vissa fall anges avkastningskravet som ett direktavkastningskrav på fastigheterna, i något fall framgår inte tydligt vilken kapitalbas direktavkastningen ska mätas emot. I två av fallen som kan exemplifieras här anges att direktavkastningskravet är 3 procent respektive 5 procent.
- I vissa fall anges avkastningskrav på eget kapital där det inte tydligt anges om detta krav anges före eller efter skatt
- I något fall förs ett resonemang kring kostnad för eget kapital som är oförenligt med den teoribildning som är allmänt accepterad på området.
- I något fall anges att avkastningskravet på eget kapital ska överstiga kommunens gällande internränta med en halv procentenhet. Internräntan ifråga avses återspegla den genomsnittliga finansieringskostnaden för kommunala investeringar.
- I något fall anges att bostadsföretaget ska drivas på affärsmässiga grunder trots att lagen anger att bolagen ska drivas enligt affärsmässiga principer.

Två kandidatuppsatser från KTH från 2012 beskriver empiriska studier över vilken effekt lag om allmännyttiga kommunala bostadsföretag haft hittills på de företag som omfattas av de aktuella reglerna. Avkastningskraven i ägardirektiven verkar ha setts över i viss omfattning med anledning av lagen. Vidare har i viss utsträckning synen på hyressättningsfrågor ändrats samt borgensavgifter och räntor på "internlån" ökat på grund av lagstiftningen. I många stycken uppges dock inte den nya lagen hittills ha haft någon större inverkan på bolagens verksamhet när det gäller exempelvis påverkan på underhållsåtgärder/-volym, personalförändringar, sättet att se på investeringar, bl.a. nyproduktion, m.m.⁶¹

⁶¹ Stegfeldt, 2012 och Abedini, 2012

Kapitel 6 Analys, tolkning, diskussion och slutsatser

6.1 Inledning

I detta kapitel är avsikten att analysera resultat från de empiriska studierna, teoretiska ramverk och regelverk för att senare föra en diskussion och komma fram till slutsatser. Syftet är att relatera vad som kommit fram i tidigare kapitel till ett antal mer konkreta situationer som bedömts relevant ur ett kommunalt bostadsföretags perspektiv. Gemensamt för samtliga resonemang nedan är att det föreligger osäkerhet hur kravet på affärmässiga principer mer exakt ska tolkas och när det gäller nivån på olika avkastningskrav.

När det gäller olika avkastningskrav är det rimligt att anta det föreligger en osäkerhet som liknar den osäkerhet som föreligger i en bedömning av marknadsvärdet för en enskild fastighet eller för en hel portfölj av fastigheter. Varians/osäkerhet i värdebedömning av fastigheter togs upp ovan i avsnitt 3.4. Vad som dock kan sägas med hög säkerhet är att det sannolikt inte är en framkomlig väg att vilja tillämpa lika låga avkastningskrav i en högriskkommun som de avkastningskrav vilka är gångbara i en lågriskkommun. Skillnader i nivåer när det gäller direktavkastningskrav för olika typer av fastigheter i olika typer av geografiska lägen som hämtas från olika marknadsinformationssystem kan ge viktig vägledning om nivåskillnader i avkastningskrav/riskpremier i sådana olika situationer.

6.2 Analys och tolkning

6.2.1 Analys och tolkning – empiriska studier

Intervjustudie: Långsiktiga privata/"normala" aktörer

Av de åtta respondenter som har någon form av avkastningskrav på företaget totalt framgår ovan att detta är formulerat på olika sätt. Förutom den respondent ovan som har framfört att kravet är att totalt kassaflöde ska vara positivt kan omnämnas att ytterligare sju respondenter trycker på att det är viktigt att kassaflödet är positivt eller i vart fall inte negativt. När det gäller förutsättningar för positiva kassaflöden eller ej kan det i sammanhanget vara viktigt att notera att detta i sin tur är beroende av belåningsgrad. En hög belåningsgrad leder, allt annat lika, normalt till sämre förutsättningar att erhålla ett positivt kassaflöde om vi bortser från ägarens krav på avkastning och utdelningar relaterade till det egna kapitalet.

När det gäller avkastningskrav på fastigheter och/eller enskilda projekt så ger alla respondenter uttryck för att de har någon form av avkastningskrav i dessa situationer. Hos tre av respondenterna är dock inte detta kvantifierat. Av de som har ett kvantifierat avkastningskrav på fastigheter och/eller enskilda projekt, nio stycken, har åtta ett kvantifierat direkt- eller totalavkastningskrav på fastigheter/enskilda projekt. Svaren i intervjuerna innebär dock inte att det går att tolka underlaget som att samtliga aktörer har avkastningskrav uttalade för varje enskild fastighet i beståndet. Snarare borde svaren tolkas som att avkastningskrav på enskilda fastigheter finns när det är fråga om investeringssituationer kopplat till fastigheterna.

Noteras bör att två av de fyra som anser att enbart direktavkastningen är mest relevant har sina fastighetsbestånd belägna på "svagare" marknader/mindre orter. Det förefaller dock som om fastighetsföretag på mindre orter/"svagare" marknader har ingen eller mycket låg förväntan om värdetillväxt på fastigheterna. Fastighetsföretag på större orter/"starkare" marknader har generellt sett en historisk erfarenhet av att fastigheterna stiger i värde över tid och även en förväntan om att en sådan utveckling ska infrias i framtiden. Tre respondenter anger tydligt att direktavkastningen måste överstiga räntesatsen för lånen. Flera respondenter anger också att en viktig utvärderingsgrund är att kassaflödet efter finansiella betalningar är viktigt, vanligtvis dock som ett komplement till de andra ovan angivna kriterierna.

Av respondenterna anser tio av tolv att en analys av direktavkastning i allt väsentligt ska baseras på drift- och underhållskostnader som ligger så nära verkligheten som möjligt. Schabloner har en underordnad eller ingen relevans vid sådana utvärderingar. Två svarar på ett sätt som uppfattas att schabloner har en mer väsentlig betydelse men att justeringar sker vid uppenbara skillnader mot verkliga förhållanden.

De flesta respondenterna är överens om att en relevant utvärderingsperiod avseende avkastning från fastighetsinvesteringar är längre än ett år. I sammanhanget kan också noteras att de två respondenter som svarat ett år har sina fastigheter i allt väsentligt belägna på "starkare" marknader/större orter. En av dessa två har vidare gett uttryck för att historien har utvisat att fastighetsinvesteringar har blivit en bra affär/lönsam investering i det längre perspektivet. Av intervjustudien med långsiktiga/"normala" aktörer framgick att de flesta respondenterna tyckte att en utvärderingsperiod på 5-10 år var mest relevant när det gäller fastighetsinvesteringar.

När det gäller energieffektiviseringsåtgärder så uppger de flesta respondenterna att de gör ekonomiska kalkyler före beslut avseende sådana åtgärder men också att det oftast visar sig vara lönsamt med sådana åtgärder. När det gäller andra åtgärder av CSR-karaktär blir ett vanligt svar att utförande av sådana åtgärder handlar mycket om att kunderna ska vara nöjda vilket ger en positiv effekt för företagets varumärke eller ett bättre värde i nöjd kund index (NKI)-mätningar. Flera respondenter har dock angett att de ändå räknar med att dessa typer av åtgärder ändå ger en långsiktigt bättre lönsamhet genom exempelvis lägre omflyttning, mindre risk för vandalisering etc. Investeringskalkyler före genomförande av dessa typer av åtgärder är dock inte vanliga. Att just denna intervjustudie ger vid handen att det sällan förekommer investeringskalkyler när det gäller beslut om genomförande av åtgärder av CSR-karaktär måste dock tolkas försiktigt. I den utsträckning det handlar om mindre väsentliga belopp är den genomförda studien mycket intressant som vägledning för hur privata/"normala" långsiktiga aktörer beter sig. Samma reflektion gäller den ställda intervjufrågan avseende hur respondenterna agerar vid mindre omfattande upprustningsåtgärder, exempelvis en fasadrenovering eller takomläggning. Så som frågan ställdes och hur den besvarades kan tolkas som att inga investeringskalkyler görs av respondenterna inför genomförande av sådana typer av åtgärder. Det nyss diskuterade avseende oväsentliga respektive väsentliga utgifter av CSR-karaktär eller "mindre" omfattande upprustningar bör sannolikt övervägas mot bakgrund av de regler om tillämpning av komponentansats i det så kallade K3-regelverket som kortfattat beskrevs i avsnitt 2.4.6 ovan. Om en utgift avseende ett komponentbyte aktiveras i redovisningen kan följden i vissa fall bli ett nedskrivningsbehov i externredovisningen om det inte går att "räkna hem" åtgärden. Jag återkommer till nedskrivningsfrågan i avsnitt 6.3.4 nedan.

När det gäller intervjuer med långsiktiga privata/"normala" aktörer är det några viktiga resultat som jag särskilt vill framhålla:

- Det relevanta kapitalvärdet är baserat på aktuella marknadsvärden
- Totalavkastning förefaller mer relevant än enbart direktavkastning
- Avkastning på totalt kapital förefaller vara mer relevant än avkastning på eget kapital
- Vid bedömning av det egna kapitalets storlek förefaller hänsyn till uppskjuten skatt vara av underordnat intresse
- Alla aktörer har inte avkastningskrav formulerade på företagsnivå
- Avkastningskrav på fastighetsnivå förefaller finnas när det är fråga om projekt/investeringsituationer
- När det gäller utvärdering av fastighetsinvesteringar är horisonter på 5-10 års sikt eller längre mest relevant
- Nästan alla respondenter anser att en analys av direktavkastning i allt väsentligt ska baseras på drift- och underhållskostnader som ligger så nära verkligheten som möjligt. Schabloner har en underordnad eller ingen relevans vid sådana utvärderingar.

Översiktlig genomgång ägardirektiv till kommunala bostadsföretag

Översiktlig genomgång av ägardirektiv till kommunala allmännyttiga bostadsaktiebolag leder till slutsatsen att dessa i många fall är i behov av översyn och ändringar/preciseringar för att stämma överens med lagstiftningen när det gäller begreppet marknadsmässiga avkastningskrav.

Intervjustudie: Leverantörer av marknadsinformation

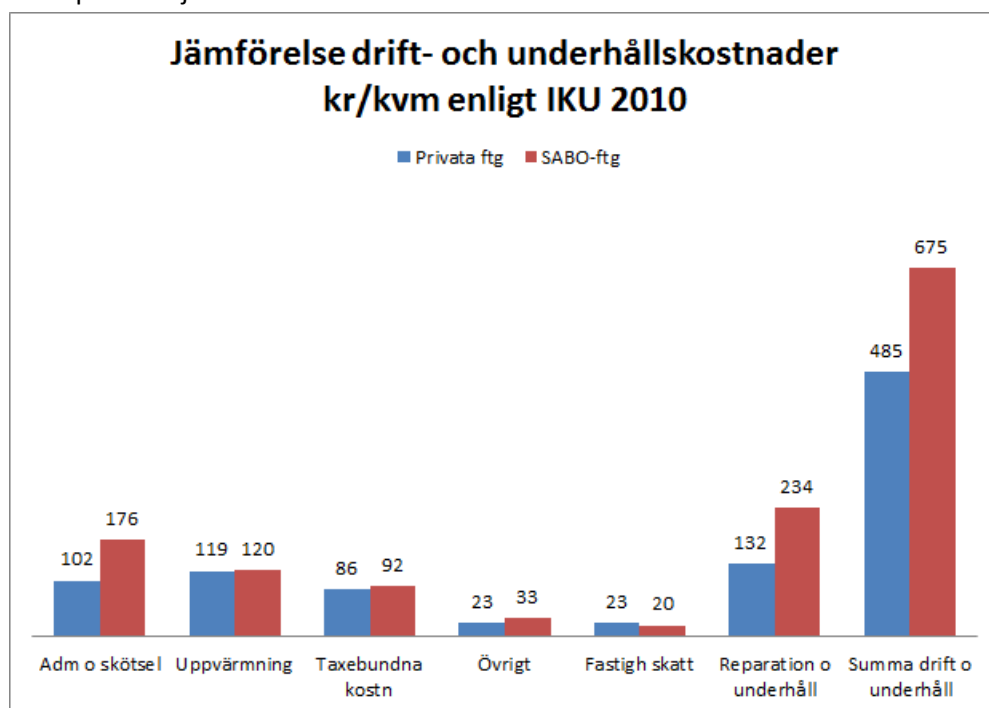
Beträffande intervjuer med leverantörer av marknadsinformation direktavkastningskrav är en viktig reflektion att de direktavkastningskrav som kan erhållas ur olika typer av marknadsinformations-system ofta bygger på förenklade antaganden om nivåer på drift- och underhållskostnader. Med ledning av vad som framkommit vid dessa intervjuer synes exempelvis ganska låga kostnadsantaganden tillämpas för kostnadsposterna administration och fastighetsskötsel i schablonerna som används, se avsnitt 5.2 ovan där det i viss utsträckning förekommer preciseringar i nivåer för olika kostnader som används. Likaså är det tveksamt om antaganden avseende reparations- och underhållskostnader i använda schabloner avspeglar den verkliga komplexiteten när det gäller dessa utbetalningar och som diskuterats i detta projekt. Se ovan bl.a. diskussionerna i kapitel 2 avsnitt 2.4.6 när det gäller redovisningsregler och gränsdragning mellan underhållskostnad och investering samt kapitel 3 avsnitt 3.3.2 där denna fråga återigen diskuteras.

Antag följande "verkligt utfall", så som det kan utläsas ur redovisningsrapporter, för direktavkastning (som förenklat antas vara lika som totalavkastning i detta fall) i jämförelse med en direktavkastning baserad på "normaliserade" nivåer avseende drifts- och underhållskostnader uttryckt i kronor per kvadratmeter:

	<u>Normaliserade nivåer</u>	<u>Verkliga utfall</u>
Hysesintäkter	800	800
Drift- och underhåll	<u>-408</u>	<u>-586</u>
Driftnetto	392	214
Marknadspris	7.100	7.100
Direkt-/totalavkastning	5,5 %	3,0 %

Den uppnådda direkt-/totalavkastningen ligger 2,5 %-enheter under den antagna som bygger på schablonnivåer för drift- och underhåll. Att det verkliga utfallet blir så pass mycket lägre än antaganden kan då i sin tur leda till frågeställningen huruvida den uppnådda avkastningen är marknadsmässig. Situationen skulle exempelvis kunna uppstå att ett visst bostadsföretag ska jämföra utfallen avseende avkastning med kraven i ett ägardirektiv.

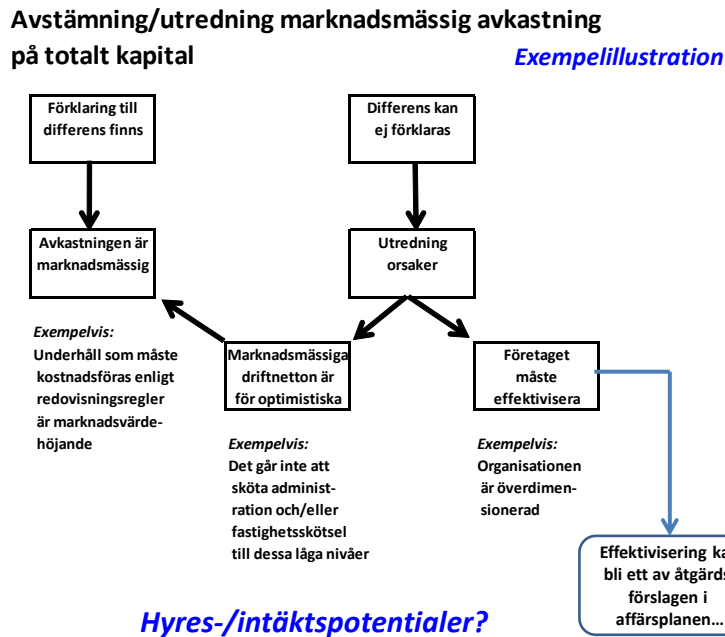
Vid en benchmarkanalys mellan kommunala bostadsföretag och privata fastighetsägare skulle exempelvis följande förhållanden kunna visas:



Ovanstående illustration belyser bearbetade data från SCB:s intäkts- och kostnadsundersökning för flerbostadshus för år 2010⁶². Illustrationen ovan gör inte anspråk på att ge ett direkt svar på frågan huruvida olika kostnadsslag är höga eller låga i ett verkligt fall men avser att illustrera ett möjligt tillvägagångssätt vid benchmarkanalyser i effektivitetshänseende. I illustrationen ovan framgår att kostnadsslagen administration/fastighetsskötsel samt reparation och underhåll avviker väsentligt från varandra i de två olika observationerna. Högre kostnader för exempelvis administration och fastighetsskötsel kan inte ses isolerat utan behöver sannolikt också läggas samman med utfall i undersökningar avseende kundnöjdhet m.m. för att få en bättre helhetsbild.

⁶² SCB, 2011

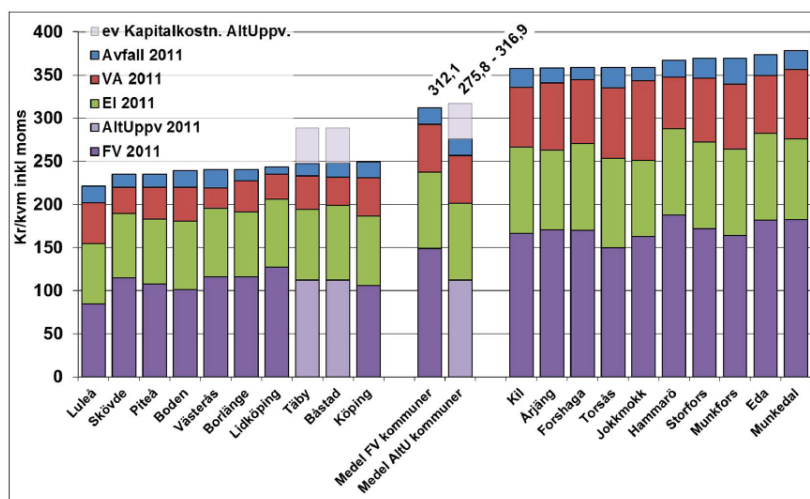
En sådan situation som beskrivs ovan kan komma att leda till behov av följande utredning:



Ovanstående resonemang belyser att kraven på att tillämpa marknadsmässiga avkastningskrav kan leda till att företagen behöver utreda huruvida det finns potentialer till resultatförbättringar. Ett sådant område är möjliga intäktspotentialer. Exempelvis skulle, i vissa fall, hyran i det privatägda beståndet kunna överstiga hyrorna i det kommunala bostadsföretaget för likvärdiga lägenheter. Situationen kan även vara den omvända. Om vi utgår från den förstnämnda situationen som nyss beskrevs borde det kommunala bostadsföretaget sannolikt, för att verka affärsmässigt, försöka förhandla upp hyrorna där sådana avvikelser finns. Andra resultatförbättringar skulle kunna vara, hämtat från ovanstående illustrationsexempel, att effektivisera administrations- och skötselkostnader samt eventuellt även reparations- och underhållskostnader. Hur sådana utredningar ska genomföras, som översiktligt diskuterats i detta avsnitt, ligger dock utanför avgränsningen i detta projekt. Ett annat sätt att uttrycka detta är att när det föreligger potentialer till resultatförbättringar/effektiviseringspotentialer så borde detta återspeglas i avkastningskravet, dvs sådana potentialer ligger kvar i avkastningskravet. Det nyss sagda kan illustreras med exempel: Antag för enkelhetens skull att marknadens krav på direktavkastning är lika som totalavkastningskravet i en viss situation. Företaget levererar en totalavkastning om 400 och marknadsvärdet på fastigheterna uppgår till 10.000. Emellertid skulle företaget efter tillvaratagande av resultatförbättringspotentialer kunna leverera 600 i totalavkastning. Det skulle då innebära att avkastningskravet sätts till 6 % så att avkastningskravet innehåller ett "effektiviseringsstryck" på företaget. Det kan dock konstateras att det föreligger behov av välgjorda utredningar och goda beslutsunderlag innan denna typ av åtgärder sätts i verket. Det förtjänar dock att understrykas att affärsmässigt agerande i de kommunala bostadsföretagen inte bara handlar om att maximera sina hyresintäkter inom ramen för det gällande regelverket. Det handlar även om att bedriva verksamheterna kostnadseffektivt.

En annan problematik som aktualiseras när det gäller användningen av schabloniserade/normaliserade drift- och underhållskostnader vid extraheringen av marknadsmässiga

direktavkastningskrav är skillnader i kommunala taxor mellan olika kommuner i Sverige. En av leverantörerna av *marknadsinformation – direktavkastningskrav* uppgav i intervju att de justerade sina antagna drift- och underhållsnivåer för sådana förhållanden när de extraherade marknadens direktavkastningskrav för en specifik ort/kommun. Problemet förtjänar dock att uppmärksammas. Nedanstående illustration hämtad från undersökningen *Fastigheten Nils Holgerssons underbara resa genom Sverige – en avgiftsstudie 2011*⁶³ kan illustrera denna problematik:



Av ovanstående illustration framgår att skillnaderna i kommunala taxor är betydande mellan landets kommuner. I detta avseende är skillnaden i taxebundna kostnader uppemot 150:-/kvm, mellan billigaste och dyraste kommun, på bara dessa kostnadsslag. En skillnad som för övrigt har gällt sedan ett flertal år bakåt i tiden.

Andra problemställningar än ovan exemplifierade är tänkbara men detta utvecklas inte vidare här. Sammantaget pekar dock ovanstående på att det finns påverkbara och icke påverkbara olika typer av resultatposter i fastighetsföretagen som kan motivera att direktavkastning i utfall faktiskt kan vara lägre än de direktavkastningskrav som finns i olika marknadsinformationssystem/-rapporter. Det kan dock finnas olika typer av kostnader i det specifika företaget som motiverar en närmare undersökning/ utredning huruvida företaget faktiskt kan effektivisera sin verksamhet för att bedrivas på ett så affärsmässigt sätt som möjligt. Givetvis, som togs upp ovan, kan även nivån på hyresintäkter i vissa fall behöva analyseras och eventuellt justeras i framtida förhandlingar om hyran.

Som diskuterats ovan i detta avsnitt föreligger dock behov av avstämningar, och visst tolkningsutrymme borde finnas i olika avseenden som exemplifierats ovan. Hur dessa avstämningar skulle kunna ske exemplifieras i bilaga 1 exempel 6. Det är då viktigt att kommunens ägardirektiv verkar för att det kommunala bostadsföretaget agerar på likartat sätt som andra långsiktiga aktörer vilka är verksamma på likartade marknader.

Översiktlig genomgång ägardirektiv till kommunala bostadsföretag

Efter genomgång av ägardirektiv kan konstateras att inget krav förekommer på totalavkastning på totalt kapital i de direktiv som varit föremål för genomgång.

Som nämndes i avsnitt 5.3 ovan fördes i något fall ett resonemang kring kostnad för eget kapital som är oförenligt med den teoribildning som är allmänt accepterad på området. Närmare bestämt

⁶³ Avgiftsstudien , 2011

uttrycks detta som att det egna kapitalet är dyrare än lånat kapital och att det därför skulle vara oförmånligt för bolaget att visa den verkliga soliditeten baserad på de övervärden som föreligger i fastighetsbeståndet, vilket i sin tur ökar storleken på det egna kapitalet samt även sänker belåningsgraden. Enligt den teoribildning som beskrivits ovan, den så kallade hävstångseffekten, borde kostnaden för det egna kapitalet sjunka uttryckt som en procentsats när belåningsgraden sjunker. Det marknadsmässiga avkastningskravet på totalt kapital är i sin tur opåverkat av individuella aktörers belåningsgrader.

Jag vill i detta sammanhang också återkoppla till vad som beskrevs ovan i avsnitt 2.3 – Det är viktigt att framhålla att det är skillnad på värdeöverföringsregler och marknadsmässiga avkastningskrav. Att kommunerna som ägare till sina allmännyttiga bostadsföretag är underkastade begränsningar när det gäller möjliga värdeöverföringar är en helt annan sak än avkastningskrav och som är frikopplad från vilket avkastningskrav som ska ställas på bolaget eller på åtgärder i bolagets löpande verksamhet.

6.2.2 Analys och tolkning – Några specifika iakttagelser kopplade till svagare och starkare bostadsmarknader

Svagare bostadsmarknader

I inledningskapitlet omnämndes situationen där det föreligger lite marknadsinformation, t ex på grund av låg omsättning på transaktionsmarknaden för fastigheter vilket är vanligare på svagare marknader. Hur ska företagen agera i sådana situationer? En låg omsättning på transaktionsmarknaden för fastigheter leder normalt till en ökad osäkerhet dels i nivån på bedömda marknadsvärden men rimligtvis även i nivån på det marknadsmässiga avkastningskravet. Om det inte finns aktuella transaktioner i tillräcklig omfattning på den specifika orten, eller i den specifika kommunen, för att bedöma detta avkastningskrav borde samma tillvägagångssätt tillämpas som används vid marknadsvärdering av fastigheter. I en sådan situation är det brukligt att det så kallade ortsprisområdet utvidgas till att omfatta även andra orter/kommuner som har en liknande riskbild som den ort för vilken information söks, eller att man utifrån en kassaflödesanalys bedömer vad en rationell marknadsaktör bör vara beredd att betala. Därefter får slutsatser dras om nivån på marknadsvärden och/eller marknadsmässiga avkastningskrav utifrån sådana observationer. En svårighet i detta sammanhang är dock sannolikt att finna ut vilken information som ska ligga till grund för att bedöma om och i vilken utsträckning två orter/kommuner är jämförbara. I ett working paper från KTH har exempelvis visats, genom regressionsanalys, att ett fåtal marknadsvariabler ger ett högt förklaringsvärde till varför direktavkastningskraven skiljer sig åt mellan olika geografiska marknader. Dessa marknadsvariabler, anges i detta working paper vara⁶⁴:

- Total befolkningsförändring över viss tidsperiod
- Total befolkning vid viss tidpunkt
- Tillväxt i lönesumma över viss tidsperiod (approximation på "lokal BNP")
- Andel nyföretagande över viss tidsperiod

⁶⁴ Nordlund, 2008b

Annorlunda uttryckt, olika geografiska marknader med likartade utvecklingsmönster för sådan marknadsinformation som exemplifieras ovan, skulle kunna vara intressanta att närmare studera vid behov av utvidgning av ortsprisområdet. Se även resultat från intervjustudie med leverantörer av marknadsinformation, avsnitt 5.2, när det gäller vilka marknadsvariabler som omnämnes för att bedöma om olika geografiska marknader är "jämförbara".

Starkare bostadsmarknader

På starkare bostadsmarknader är det vanligare att direktavkastningskraven på marknaden är betydligt lägre än på de svagare marknaderna⁶⁵. Om vi utgår från att marknadsaktörerna handlar någorlunda rationellt och att de är medvetna om de livscykelbetingade mönster avseende drift- och underhållsbetalningar som diskuterades i avsnitt 3.3.2 ovan, så uppkommer en fråga avseende hur den låga direktavkastningen skulle kunna förklaras. En förklaring är sannolikt att vissa marknadsaktörer utgår från att hyrorna kommer att öka på ett sådant sätt att detta mer än väl uppväger livscykelbetingade ökningsar av drift- och underhållsutbetalningar i takt med att husen blir äldre och att den långsiktiga följden blir ökade driftnetton med tiden.

En annan frågeställning som varit uppe till diskussion är huruvida de kommunala allmännyttiga bostadsaktiebolagen ska påverkas av utbildningspotentialer till bostadsrätt som förekommer på flera av de starkare bostadsmarknaderna. Leverantörerna av marknadsinformation som intervjuades i detta projekt bekräftade även att sådana influenser påverkar de direktavkastningskrav de rapporterar i sina marknadsrapporter. Här är det svårare att uttala sig generellt. I vissa fall kan det vara så att privata investerare är beredda och kapabla att bjuda ett högre pris än bostadsrättsföreningarna. I sådana situationer är det inte självklart att man ska bortse från dessa låga direktavkastningskrav såvida det inte går att påvisa att de som köper bostadshyresfastigheter till dessa höga priser inte stämmer in på vad som i förarbetena till lagstiftningen menas med långsiktiga "normala"/privata aktörer. I de fall det kan påvisas att det tydligt går att identifiera två olika marknader för potentiella bostadsrättsombildningsobjekt respektive hyresbostadsfastigheter i övrigt kan dock frågan aktualiseras. Detta får bedömas från fall till fall. Det är i sammanhanget viktigt att påpeka att det trots allt är min uppfattning att det är totalavkastningskravet som är det mest relevanta måttet på ett marknadsmässigt avkastningskrav. Den information som levereras i marknadsrapporter handlar i första hand om hur utbildningspotentialer påverkar direktavkastningskravet när sådana potentialer förekommer.

Gemensamma iakttagelser för både starkare och svagare bostadsmarknader

I sammanhanget är det också viktigt att notera följande lydelser i förarbetena till lagen om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag: "Utredningen ansåg att om det visar sig att en investering varit mindre lyckosam och det inte är möjligt att få en marknadsmässig avkastning på den, kan man inte begära det omöjliga utan får nöja sig med den vinst som är möjlig. Kravet blir då att bolaget gör det bästa möjliga av situationen. Om det faktiska utfallet skulle visa sig bli sämre än det förväntade, saknar detta betydelse, förutsatt att investeringen grundats på realistiska förväntningar på marknadsmässig avkastning. Regeringen delar denna bedömning."⁶⁶ Det är, med andra ord, viktigt att det finns ett beslutsunderlag som tagits fram innan investerings- och större

⁶⁵ Se bl.a. Fastighetsindikatorn 2012 och Svensk Fastighetsmarknad 2011

⁶⁶ Prop 2009/10:185 s 45-46

underhållsåtgärder genomförs som visar på vilka överväganden avseende marknadsmässig avkastning och affärsmässighet som ligger till grund för beslut som tagits. Se bl.a. resonemang i det rättsfall som togs upp i avsnitt 2.1 ovan gällande bredbandsutbyggnad i Stockholm. Detta torde även gälla s.k. CSR-åtgärder där större utgifter kan vara aktuella. Som framkom av intervjuerna gör inte privata aktörer investeringskalkyler för sådana CSR-satsningar som det frågades om i intervjuer med dessa aktörer. Dock bör noteras att detta inte med automatik medför att de kommunala bostadsföretagen kan underlåta att dokumentera sina avkastningskrav och affärsmässiga överväganden i samband med dessa typer av åtgärder. Åtminstone inte om det är fråga om åtgärder av mer än oväsentlig karaktär. Som diskuterades ovan gäller detta sannolikt även upprustningsåtgärder av "mindre" omfattning men som uppgår till väsentliga belopp. I sammanhanget kan här återkopplas till vad som framkom i intervjustudierna med långsiktiga/"normala" aktörer. Där framgick att dessa respondenter inte vanligtvis gjorde investeringskalkyler avseende vissa typer av CSR-åtgärder samt upprustningar/renoveringar av mindre omfattande karaktär. Skulle det dock handla om väsentliga belopp är min bedömning att en närmare utredning av ekonomiska konsekvenser vid sådana åtgärder sannolikt är nödvändig för att säkerställa att affärsmässiga överväganden styr besluten i företagen. Tolkningen av innebörden i EU:s statsstödsregler kan i sådana fall aktualiseras och bli viktig.

6.3 Diskussion och slutsatser

6.3.1 Övergripande krav på företaget

Kommunernas ägarstyrning av de kommunala allmännyttiga bostadsaktiebolagen sker bland annat genom ägardirektiv. Dessutom finns för det specifika bolaget en bolagsordning. Bolagsordningen är ett aktiebolags regelverk, som tillsammans med lagstiftning anger ramarna för verksamheten. Avkastningskrav som ägaren ställer på sitt bolag bör anges i ägardirektivet. I förarbetena till lagen om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag framgår dessutom att avkastningskraven som tillämpas på eller i dessa bolag ska vara marknadsmässiga.

Av vad som framgått ovan är det inte bara av intresse vilken nivå som ska vara på själva avkastningskravet för att detta ska anses vara marknadsmässigt, även definition och mätning av den aktuella kapitalbasen är av avgörande betydelse i detta sammanhang. Vidare har framgått såväl ur teoretisk bakgrund som empiriska studier ovan att den relevanta kapitalbasen borde baseras på ett aktuellt värde för tillgångar eller eget kapital, i det senare fallet ett aktuellt värde på residualen mellan tillgångar och skulder. Fastigheternas marknadsvärden förefaller vara en naturlig utgångspunkt för vilken relevant kapitalbas som föreligger för fastighetstillgångarna i detta sammanhang.

Om jag utgår från de empiriska studierna kan konstateras att i princip alla privata företag ställer upp ett avkastningskrav på nya investeringar och ett minimikrav är därmed att ägardirektiven ger uttryck för att ett sådant avkastningskrav ska finnas. Detta ska då vara ett totalavkastningskrav, även om det också kan kombineras med ett direktavkastningskrav för att garantera ett positivt kassaflöde redan från början. Avkastningskravet

bör, utifrån argumenten ovan, anges som ett intervall för mer eller mindre riskfyllda investeringar, eller så ska man ange att risk ska vägas in på ett annat sätt, t ex försiktig bedömning av kassaflöden.

Vidare kan man tänka sig att det ställs upp ett avkastningskrav på hela företag, som ett antal av de privata företagen gör. Här handlar det i praktiken om totalavkastningskrav med marknadsvärdet som kapitalbas. Utifrån detta kan jag även peka på några varianter som inte är att rekommendera. Av vissa granskade ägardirektiv har framgått att ägaren ställer ett direktavkastningskrav på totalt kapital i ägardirektiven. Detta bedömer jag i normalfallet vara ett mindre lämpligt tillvägagångssätt att ställa avkastningskrav eftersom det på många marknader kan vara så att det föreligger förväntningar om framtida värdetillväxt och/eller ökade kassaflöden och att detta påverkar direktavkastningskravet på så sätt att sådana förväntningar sänker direktavkastningskravet. Det relevanta avkastningskravet på totalt kapital borde sålunda vara ett totalavkastningskrav som inkluderar dessa förväntningar. Annorlunda uttryckt, om marknadens direktavkastningskrav är 3 % och marknadens förväntan om framtida värdetillväxt och/eller kassaflöden är 3 % så borde totalavkastningskravet i detta fall formuleras som 6 %. På vissa marknader kan fallet vara sådant att det föreligger låg eller ingen förväntan om framtida ökning av fastighetsvärdena och/eller kassaflödena. Möjligen skulle ett direktavkastningskrav i vissa sådana fall kunna tjäna som en startpunkt för att utreda vad totalavkastningskravet skulle kunna uppgå till. För ordningens skull bör dock avkastningskravet i ägardirektivet ändå uttryckas som ett totalavkastningskrav på totalt kapital för att undvika missförstånd.

Vidare kan det vara viktigt att notera att många geografiska marknader sannolikt befinner sig i en situation där den förväntade direktavkastningen och totalavkastningen på totalt kapital ligger mycket nära varandra på grund av att det inte finns någon väsentlig inverkan på totalavkastningen från förväntad värdestegring på fastigheterna. Så skulle kunna vara fallet för de ovan diskuterade "svagare bostadsmarknaderna". På sådana marknader kan det till och med vara så att inte ens inflationen uppväger den förväntade nedgången i reala fastighetsvärden på längre sikt. På dessa typer av marknader skulle direktavkastningskravet kunna tjäna som en startpunkt för att bedöma ett totalavkastningskrav på totalt kapital. På tillväxtmarknader och fastigheter belägna i goda lägen är situationen emellertid annorlunda. På den senare typen av marknad är sannolikt behovet stort att tydliggöra att det relevanta är ett totalavkastningskrav för att fånga upp den värdeförändringskomponent, alternativt förväntan om stigande kassaflöden, som finns på marknaden. Hur sambanden ser ut och hur resonemangen skulle kunna byggas upp kring direkt- och totalavkastningskrav i ett ägardirektiv åskådliggöres i bilaga 1, exempel 5.

I detta sammanhang är det också viktigt att återkoppla till vad som tidigare framkommit att risk endera ska finnas som en komponent i avkastningskravet eller komma till uttryck i de bedömda kassaflödena. Om riskkompensation finns både i avkastningskravet och i kassaflödena blir hänsynstagandet till risk dubbelt.

Totalavkastningskravet som det nyss beskrivits kan också tillämpas på eget kapital. Skillnaden blir då att räntekostnader för det lånade kapitalet räknas från avkastningen på totalt kapital innan mätning sker. Kapitalbasen är dock i detta fall residualen mellan marknadsvärdet på tillgångarna minus marknadsvärdet på skulderna i bolaget. Av de empiriska studierna har framgått att det sannolikt är färre aktörer som använder eget kapital som utgångspunkt för en relevant kapitalbas än aktörer som

använder totalt kapital. Om ett avkastningskrav ändå ska formuleras på det egna kapitalet är det viktigt att bestämma sig för om det ska vara fråga om ett avkastningskrav före eller efter skatt. Min rekommendation är att ett avkastningskrav på eget kapital formuleras före skatt trots att ett sådant avkastningskrav normalt formuleras efter skatt. Anledningen till detta är att det är mindre risk för att det uppstår fel vid omräkning av ett avkastningskrav på eget kapital före skatt kombinerat med en låneränta före skatt för att erhålla ett marknadsmässigt avkastningskrav på totalt kapital före skatt. Dessutom kan anföras att de avkastningskrav som används på fastighetsmarknaden normalt är diskonteringsräntor eller direktavkastningskrav på totalt kapital som anges före skatt. Det blir genom ett sådant nyss förespråkat förfaringssätt lättare att stämma av om avkastningskrav på totalt och eget kapital är konsistenta i förhållande till varandra.

Som framgick var det ett antal privata företag som inte formulerade ett avkastningskrav på företaget som helhet. Detta skulle kunna tolkas som att ett allmännyttigt bostadsföretag inte måste ställa upp avkastningskrav för företaget som helhet. Dock måste i sammanhanget påpekas att förarbetena till lag om kommunala allmännyttiga bostadsaktiebolag ger uttryck för att så ska ske. Sannolikt behövs rimligen även ett alternativt sätt att uttrycka de bakomliggande tankarna om affärsmässighet när det gäller annat än investeringar. Tänkbara formuleringar är dock att företag ska ha en effektiv förvaltning och att både hyror och drifts- och underhållskostnader genom systematisk benchmarking ska följas upp och att åtgärder vidtas om företaget släpar efter i något avseende. Här kan man tänka i termer som mål rörande ett "förvaltningsresultat" ska ingå i den totala utvärderingen och/eller i avkastningskravet. Med ett förvaltningsresultat avses ett resultat efter finansiella poster som bl.a. exkluderar effekter av realisationsvinster/-förluster vid avyttring av fastigheter och värdeförändringar på fastigheterna. Motivet för detta skulle vara att en stor del av värdeförändringar och/eller realisationsresultat många gånger kan bero på externa omvärldsfaktorer som företagsledningen inte har möjlighet att påverka. Ett annat sådant resultatmått som liknar det nyss diskuterade förvaltningsresultatet är "driftöverskottsgrad". Med detta resultatbegrepp avses redovisat driftnetto i relation till hyresintäkterna. Det bör dock noteras att en negativ värdeförändring även kan uppkomma som ett resultat av olönsamma investeringar.

I detta sammanhang är det också viktigt att påpeka att realisationsvinster som uppkommit genom att från en nettoförsäljningsintäkt avseende fastigheter dra ett anskaffningsvärdebaserat redovisat belopp egentligen inte hör hemma i en avkastningsberäkning förutsatt att marknadsvärdet på fastigheten gett en någorlunda riktig bild av försäljningspriset på densamma. För det första har företagets reella förmögenhet inte förändrats genom försäljningen. Enkelt uttryckt har tillgångar bara flyttats från fastighetstillgångar till likvida medel, eftersom det relevanta kapitalvärdet på fastigheterna är marknadsvärdet (sannolikt försäljningspris som det beskrevs ovan i avsnitt 3.2.1). Förändringen i marknadsvärdet borde ju också ha ingått redan i historiskt presenterade totalavkastningsberäkningar (i värdeförändringskomponenten). Skillnaden mellan marknadsvärdet och det redovisade värdet har ju redan sedan tidigare ingått i företagets förmögenhetsvärde enligt detta synsätt, dock i många fall som en så kallat "dold reserv".

I sammanhanget kan också framföras att en tänkbar modell att formulera avkastningskrav skulle kunna vara att räkna fram vad avkastningskraven på marknadsbaserade värden i balansräkningen ger i olika belopp och sedan ställa dessa belopp i relation till de redovisade värdena som i sin tur kan bygga på historiska anskaffningsvärden. Ett pedagogisk problem kan dock bli att kommunicera ut

sådana belopp eller procentangivelser om de ger upphov till vad som av omgivningen kan uppfattas som orealistiskt höga avkastningskrav. Det är även tänkbart att ett krav på viss beloppsnivå när det gäller exempelvis resultat efter finansiella poster skulle kunna vara baserat på marknadsmässiga kapitalbaser och därigenom kunna vara acceptabelt som marknadsmässigt avkastningskrav. Det viktigaste är dock att det finns en bakomliggande affärsmässighet och att formulerade krav inte leder till konkurrenssnedvridningar. Min bedömning är dock att den principiella modell som beskrivs i bilaga 1, exempel 1 när det gäller relevanta avkastningar och kapitalbaser torde vara enklast att utgå från eftersom den minskar risken för att det sker misstag under processen vid framtagandet av avkastningskraven.

Den översiktliga granskningen av ägardirektiv som rapporterades ovan under avsnitt 5.3 ger vid handen att ett flertal ägardirektiv är i behov av justeringar och omformuleringar mot den bakgrunden att de inte överensstämmer med vad som kan anses vara affärsmässiga principer och ett marknadsmässigt avkastningskrav och/eller att utgångspunkter för vilka kapitalbaser som avkastningen ska mätas mot inte är konsistent med konceptet för marknadsmässiga avkastningskrav. Exempel på det som senast nämndes är när det anges soliditetstal som i sin tur baseras på redovisade värden vilka är anskaffningsvärdebaserade. För att vara konsistent mot begreppet marknadsmässiga avkastningskrav ska belåningsgrader och avkastningskrav vara baserade på ett aktuellt värde på tillgångarna (marknadsvärdet) och/eller det egna kapitalet.

Min bedömning är att begreppet belåningsgrad (räntebärande skulder i förhållande till fastigheternas marknadsvärden) är lämpligare än soliditet. Detta eftersom det råder osäkerhet och i viss utsträckning oenighet om hur uppskjutna skatteskulder ska redovisas och hanteras/värderas. Dessutom kan det i många fall vara så att de tillgångar på balansräkningens aktivsida som i allt väsentligt ska generera avkastning är just fastigheterna i ett fastighetsbolag och de poster som kräver förräntning på balansräkningens passivsida är räntebärande skulder och eget kapital. Om det egna kapitalet anges före skatt och avkastningskravet på eget kapital anges före skatt så uppstår en konsistens i detta. Det är dock viktigt att vara uppmärksam på när jämförelsetal används vad avser avkastning på eget kapital, att dessa är framräknade på samma sätt för att inte få felaktigheter i jämförelser och mätningar.

När det gäller avkastningskrav i ett ägardirektiv är utgångspunkten för det resonemang som följer att ett sådant avkastningskrav bör vara robust. Det innebär att det behöver kunna vara väl fungerande för en längre tidsperiod så att inte varje förändring på marknaden leder till att avkastningskravet måste ändras. Förarbetena ger uttryck för att det marknadsmässiga avkastningskravet ska vara långsiktigt. Ett sätt att hantera detta är att formulera en "korridor" där avkastningskravet formuleras som ett intervall och där vissa värden anges som knyts exempelvis till nivåer på den riskfria räntan. Vidare kan det i sammanhanget vara viktigt att notera att en viss försiktighet rekommenderas när det gäller att utifrån historiska utfall (ex post-utfall) bestämma vad det framåtriktade (ex ante) avkastningskravet ska vara i ett ägardirektiv eller i en given investeringssituation i det aktuella företaget. Motivet till denna försiktighet är bl.a. att i skrivande stund är sannolikt historiskt uppmätta totalavkastningar, som även inrymmer värdeförändring, påverkade på ett positivt sätt av fallande realräntor under en stor del av det hittillsvarande 2000-talet. Sannolikt har dessa fallande realräntor haft en positiv inverkan på värdeförändringskomponenten i totalavkastningen. Om avkastningskraven sätts för högt i ägardirektivet kan det ge felaktiga styrsignaler till bolagen och

dessutom verka kontraproduktivt. Det finns även andra anledningar att vara försiktig när det gäller att dra slutsatser om framtiden av historiska utfall men jag går inte djupare i denna diskussion här.

I ägardirektiven ska framgå att avkastningskravet på och i de allmännyttiga kommunala bostadsbolagen ska vara marknadsmässiga. Bolagen ska agera så att de inte snedvrider konkurrensen. Ett sätt att bygga upp ett resonemang omkring hur ett marknadsmässigt avkastningskrav kan kvantifieras åskådliggörs i bilaga 1, exempel 4. Vidare bör observeras att ägardirektivet även bör innehålla ett krav på en "målbelåningsgrad" om det marknadsmässiga avkastningskravet uttrycks som avkastningskrav på eget kapital. I figur 11 i avsnitt 4.3.2 ovan illustrerades avkastningskravet på eget kapital vid olika belåningsgrader och där framgår också tydligt att bl.a. belåningsgraden har betydelse för nivån på vad som kan vara ett marknadsmässigt avkastningskrav på eget kapital. Skulle denna belåningsgrad ändras föreligger också sannolikt ett behov av ändrade direktiv.

Min bedömning är att ett *förvaltningsresultat* eller *driftöverskottsgrad*, som ovan diskuterades, är ett bra komplement till ovan diskuterade "korridor". I detta sammanhang är det dock mycket viktigt att beakta den diskussion som fördes ovan under avsnittet om redovisningsregler avseende gränsdragning mellan underhållskostnader och investeringar. Det är med andra ord mycket viktigt, om man ska använda förvaltningsresultat/driftöverskottsgrad som utvärderingsgrund, att gränsdragning mellan underhållskostnad och investering sker på liknande sätt i de flesta företag och att denna gränsdragning kommer så nära den ekonomiska innebörden som möjligt för sådana utgifter. Se ovan bland annat komponentansatsen som utgångspunkt för gränsdragning mellan underhållskostnad och investering, kapitel 2 avsnitt 2.4.6.

En viktig del i utvärderingen, ex post, huruvida ett visst bostadsföretag har presterat marknadsmässig avkastning blir sannolikt att göra benchmarkanalyser med andra bostadsföretag vad avser direktavkastning och totalavkastning.

6.3.2 Avkastningskrav i samband med fastighetsinvesteringar

Avkastningskrav i samband med nyproduktion

Utifrån ekonomisk teori är det företagets individuella avkastningsvärde som avgör om företaget i sin investeringskalkyl bedömer huruvida en investering är lönsam eller ej. Kravet på affärsmässiga principer innebär utifrån resonemanget ovan att större investeringar ska föregås av en investeringskalkyl med ett marknadsmässigt avkastningskrav, t ex satt utifrån summan av riskfri realränta, förväntad inflation och risktillägg. Frågan om nedskrivning behandlas i ett senare avsnitt.

Sannolikt är det dock svårt att med precision fastställa det exakta avkastningskravet som ska tillämpas i varje enskilt fall varför företagen ofta måste ta ställning till ett osäkerhetsintervall i det bedömda värdet. Om differensen mellan det bedömda värdet, med tillämpning av ett marknadsmässigt avkastningskrav, och investeringsutgiften faller inom ett sådant osäkerhetsintervall kommer det sannolikt att bli svårt att hävda att ett marknadsmässigt avkastningskrav inte är uppfyllt och likaså att investeringen måste skrivas ned. Samtidigt bör noteras att detta osäkerhetsintervall normalt inte kan anses vara hur stort som helst.

Investeringskalkylen ska gälla för det enskilda objektet men kan naturligtvis ta hänsyn till de samlade effekterna på bolaget. En kompletteringsinvestering kan t ex bidra till att göra andra av företagets fastigheter mer attraktiva och öka intäkterna där. Förvaltningskostnaderna kan bli relativt låga om man redan har en etablerad förvaltningsorganisation. Allt detta kan tas med i kalkyler men det generella kravet är att det finns en underliggande dokumentation som visar att gjorda antaganden i kalkylen är realistiska.

En fråga som diskuterats ganska mycket är när ett kommunalt bostadsföretag väljer att samtidigt producera både hyresrätter och bostadsrätter samt huruvida ett sådant agerande är affärsmässigt eller ej. Man skulle kunna tänka sig situationer där kombinationen av hyreshus och bostadsrätt är acceptabel och skulle kunna genomförts av en privat aktör. Anta t ex att det finns en begränsad efterfrågan på bostadsrätter och att byggaren skulle vara tvungen att gå ner i pris om man byggde fler bostadsrätter. Om en viss mängd bostadsrätter är lönsam, så kan det vara lönsamt att bygga en hyreshusdel samtidigt eftersom marginalkostnaden för den extra bebyggelsen blir klart lägre än om man räknar på ett rent hyreshusprojekt. Båda delarna av projektet är då lönsamma och projektet som helhet uppfyller kravet på affärsmässighet. Man kan även tänka sig situationer där det finns en efterfrågan på integrerad bebyggelse och att betalningsviljan för hyreshusdelen ökar om det hör ihop med en bostadsrättsdel. Återigen är det centralt att tydligt visa hur man tänkt och utifrån detta visa att varje del är lönsam utifrån de specifika förutsättningarna, t ex att kostnaderna för att bygga en del sjunker om man bygger en annan intill. Det som är mer tveksamt är att göra på följande sätt. Låt oss anta att företaget vill bygga hyreslägenheter men finner att det inte är lönsamt och inte förenligt med kravet att agera affärsmässigt. Gör man emellertid om projektet så att hälften byggs som bostadsrätter blir den totala avkastningen för projektet sådant att det uppfyller företagets avkastningskrav. I detta fall kan man dock säga att hyreshusdelen är subventionerad av bostadsrättsdelen och att en privat aktör skulle valt att bara bygga bostadsrätter. När det gäller det som diskuterats i detta stycke saknas dock rättslig prövning, så det är osäkert hur utfallet skulle bli vid en sådan prövning.

CSR-aspekter kan vägas in vid nyproduktion men enligt den empiriska studien sannolikt enbart i begränsad utsträckning. Ett exempel som förefaller acceptabelt är att ha något lägre avkastningskrav vid byggande av miljövänliga byggnader - som diskuteras i Bonde, Lind & Lundström (2009) kan dock detta även motiveras av lägre risk vid sådana investeringar på grund av mindre känslighet för framtida högre energipriser.

Sammanfattningsvis menar jag att agerande utifrån affärsmässiga principer med tillämpning av marknadsmässiga avkastningskrav innebär:

- att det ska göras en traditionell investeringskalkyl med väl underbyggda antaganden
- att denna kan innefatta olika sidoeffekter på andra delar av bolagets bestånd
- att det finns utrymme för marginella sänkningar av avkastningskravet om det finns tydliga CSR-aspekter i projektet.

Att enbart bedöma investeringar utifrån ett direktavkastningskrav i en ettårskalkyl kan knappast ses som tillräckligt för att agera utifrån affärsmässiga principer om det inte finns tydliga underliggande motiv, t ex välmotiverade bedömningar av driftnettots utveckling i framtiden.

Avkastningskrav i samband med ombyggnation

Huruvida en ombyggnation är lönsam bestäms utifrån ett ekonomisk-teoretiskt synsätt genom tillämpning av nedanstående resonemang samt där utgångspunkten är att marknadsmässiga avkastningskrav ska tillämpas.

Marknadsvärde efter ombyggnad minskat med investeringsutgift och marknadsvärde före ombyggnad. Om det då återstår ett positivt belopp kan detta tolkas som att företaget inte överskridit det lönsamma investeringsutrymmet.

Lönsamhet av en större ombyggnad bedöms i princip på samma sätt som lönsamheten av nyproduktion. Det ska dock noteras att det på den privata sidan var gott om exempel på företag som arbetade från förutbestämda policies och inte kalkylerade i det enskilda fallet när det gällde något mindre insatser. Kravet på affärsmässiga principer förskjuts, när det gäller åtgärder av mindre karaktär, till att man ska kunna motivera dessa allmänna policies istället för de enskilda insatserna.

En situation som skulle kunna aktualiseras är om exempelvis de kommunala bostadsföretagen har en annan "underhålls" policy och tillämpar en annan investerings-/komponentbytesstrategi än de privata aktörerna. Låt oss anta att de flesta privata fastighetsägarna normalt byter en komponent åt gången i varje situation. Exempelvis skulle kunna aktualiseras en takrenovering ett visst år. Ett annat år aktualiseras en fasadrenovering. Ett tredje år sker inre renoveringar osv. Intervjustudien med de långsiktiga/"normala" aktörerna gav att dessa aktörer normalt inte upprättade investeringskalkyler för vissa sådana exemplifierade mindre upprustningar. Samtidigt bör observeras att intervjustudien också tyder på att hyrespotentialer är en viktig faktor som beaktas inför beslut om vissa typer av upprustningsåtgärder av mer omfattande karaktär. Ett möjligt sätt att tolka detta är att omfattningen av åtgärder som leder till hyreshöjningar oftare bygger på investeringskalkyler hos respondenterna än åtgärder som inte leder till hyreshöjningar. Låt oss nu anta att de kommunala bostadsföretagen normalt gör samtliga dessa tre åtgärder samtidigt i en åtgärd. En fråga som då uppkommer är om de kommunala bostadsföretagen måste underbygga sitt investeringsbeslut med en investeringskalkyl bara för att de gör samma åtgärder som de privata men på ett annorlunda sätt. Min bedömning är att detta ibland kan leda till svåra bedömningar. En möjlig tolkning skulle kunna vara att det är viktigast att det görs investeringskalkyler för sådana åtgärder som också leder till hyreshöjningar. Jag vill dock betona att hyreshöjningar egentligen inte borde vara den enda kassaflödeseffekt som borde beaktas i olika investeringskalkyler. Minskade framtida utbetalningar är också effekter som borde beaktas i sådana kalkyler. Jag vill också här återkoppla till det resonemang jag förde ovan när det gällde väsentliga/större utgifter. Huruvida det är nödvändigt att göra investeringskalkyler med välgrundade motiveringar får bedömas från fall till fall, men ju större och väsentligare en utgift i ett sammanhang kan bedömas vara, desto mer lutar det mot att investeringskalkyler och välgrundade motiveringar blir nödvändiga inför beslut om att genomföra olika typer av åtgärder. Av visst intresse i sammanhanget kan möjligen också reglerna i externredovisningssammanhang vara. Här bör särskilt beaktas redovisningsregler om så kallad komponentansats respektive nedskrivningar som ovan beskrevs i avsnitten 2.4.6 och 2.4.4.

Även i dessa kalkyler kan man naturligtvis ta med vad vi kan kalla sidoeffekter för företagets övriga bestånd. Blomé (2011) visar hur man kan räkna på förvaltningsmässiga konsekvenser av upprustningar i miljonprogramsområden. Han belyser även att det kan finnas CSR-element i dessa insatser även om det inte behöver innebära lägre lönsamhet. En central fråga som Blomé berör är hur insatserna påverkar hyran. Ibland sägs att åtgärder som dessa inte kan räknas hem eftersom man inte kan höja hyran. Den relevanta jämförelsen är dock med vad som skulle hänt om man inte gjorde åtgärderna och om alternativet hade varit att sänka hyran är det skillnader mot den hyran som är relevant. Ju mer hyran speglar ett områdes faktiska kvaliteter, desto mer lönsamma blir upprustningsåtgärder som påverkar attraktiviteten. Dessutom finns ju effekter på driftsidan, t ex i form av mindre risk för vattenskador o.d.

Det centrala kravet på affärsmässighet är en tydlig dokumentation av att åtgärden höjer företagets lönsamhet på sikt, och det ska då rimligen göras genom en investeringsanalys med kompletterande argument rörande mer svårsmätbara nyttor för företaget.

Samma diskussion som skedde ovan i nyproduktionsfallet avseende osäkerhet i avkastningskrav och framräknade värden är relevant även här.

Till sist vill jag betona att både när det gäller nybyggande och ombyggnader/renoveringar finns behov av att utveckla investeringskalkyleringsmetoderna, t ex genom att gå igenom och analysera ett antal faktiska kalkyler och se om de är genomförda på ett rimligt sätt och hur de t ex tar hänsyn till risk och framtida kostnads- och intäktsutveckling.

6.3.3 Överväganden i samband med förvärv och avyttring av fastigheter

Förvärv av fastigheter till pris över marknadspris från säljare där det förekommer partsrelationer kan komma att bedömas vara så kallad "förtäckt utdelning". Sådan utdelning skulle i sin tur kunna bryta mot värdeöverföringsbegränsningar i lag om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag eller aktiebolagslagen.

Omvänt skulle förvärv till pris under marknadspris i situationer där det förekommer partsrelationer kunna anses bryta mot gällande statsstödsregler. I fall då försäljning sker till lägre pris än marknadspris till utomstående part skulle det kunna anses att bostadsföretaget inte agerat affärsmässigt.

Notera även här tidigare diskuterade osäkerheter i avkastningskrav och bedömda värdenivåer i föregående avsnitt.

6.3.4 Hur bedöma nedskrivningsbehov vid fastighetsinvesteringar

Nedskrivningsprövning i samband med nyproduktion

Huruvida en nyproduktion av en fastighet leder till ett nedskrivningsbehov i redovisningen bedöms utifrån nedanstående resonemang:

Återvinningsvärde (i praktiken marknadsvärdet) på fastigheten efter nybyggnation jämförs med redovisat värde på fastigheten. Skulle det redovisade värdet på den nybyggda fastigheten överstiga marknadsvärdet ska fastigheten normalt skrivas ned.

Ett stort problem vid bedömning av nedskrivningsbehov är att det sällan finns ett bra och lättolkat underlag för att bedöma hur stort nedskrivningsbehovet ska vara eftersom marknadsvärdebedömningarna är osäkra. Det kan vara intressant att jämföra hur fastighetsvärderarna såg på situationen efter finanskrisen när värdena på kommersiella fastigheter knappast justerades ner alls, främst med hänvisning till att det inte fanns några transaktioner på marknaden som pekade på lägre priser. Det fanns ju i stort sett inga transaktioner vid denna tidpunkt. I sammanhanget kan det här vara viktigt att fästa uppmärksamhet på tolkningen av det så kallade beståendekriteriet vid nedskrivning enligt ÅRL. Som framgick ovan i avsnitt 2.4.4 så är det sannolikt svårt i många fall att hänvisa till beståendekriteriet för undvika nedskrivning om det relevanta värdet enligt redovisningsnormgivning är lägre än det redovisade värdet och denna skillnad inte är marginell eller ligger inom ett normalt osäkerhetsintervall vid marknadsvärdebedömning.

Det kan alltså här finnas anledning att ha en lite mer "offensiv" inställning när det gäller nedskrivningskrav, dvs ifrågasätta om det verkligen finns observationer på marknaden som pekar på lägre marknadsvärden än vad som motsvarar investeringsutgiften. Skillnader i avkastningskrav mellan olika typer av fastigheter behöver också kunna underbyggas med data från faktiska transaktioner. Dock bör noteras att den så kallade finansiella ansatsen som beskrevs i kapitel 4 avsnitt 4.3 skulle kunna användas i viss utsträckning vid bedömning av marknadsmässiga avkastningskrav i fall då det saknas relevanta transaktioner på fastighetsmarknaden.

Är det brist på observationer är alternativet att göra en hypotetisk kassaflödesanalys utifrån en tänkt rationell investerares perspektiv. Om kalkylen som företaget gjort är väl underbyggd så ska den i princip innehålla samma faktorer som denne rationella investerares kalkyl, även om det kan vara så att företagets marknadsvärde stiger mer än marknadsvärdet för det enskilda objektet om det finns sidoeffekter på andra fastigheter. I en sådan situation är det alltså inte motiverat att göra en nedskrivning av företagets samlade värde, även om det skulle finnas ett nedskrivningsbehov för den aktuella fastigheten. Ett problem härvidlag skulle dock kunna uppstå när det gäller ÅRLs krav på post-för-post värdering.

Jag menar att det är viktigt att på dessa punkter ha diskussioner både med värderare och revisorer så att man kan klarlägga vad som är acceptabla värderingsprinciper i samband med olika typer av nyproduktion. Det centrala, enligt min bedömning av hur man ska tolka kravet på affärsmässiga principer/marknadsmässiga avkastningskrav, är det att beslutet föregås av en genomtänkt investeringskalkyl som visar att projektet är lönsamt.

I bilaga 1 – Illustrativa exempel, exempel 8 finns en exempelillustration avseende kalkyl och förutsättningar när det gäller nedskrivningsprövning av nyproduktion.

Nedskrivningsprövning i samband med ombyggnation

Affärsmässigt agerande kan här tolkas som att fastighetens marknadsvärde efter insatsen är större än summan av marknadsvärdet innan och investeringsutgiften. Det kan inte anses vara ett

affärsmässigt agerande att åsamka företaget/fastigheten en större investeringsutgift än vad som ryms inom skillnaden mellan marknadsvärde efter investering och marknadsvärde före investering. Resonemangen som ovan om osäkerhet i marknadsvärderingar är än mer relevanta i detta fall eftersom man i princip behöver veta marknadsvärdet både före och efter insatsen. På en marknad med relativt få transaktioner är det ofta mycket svårt att få ett underlag för precis bedömning av skillnaden mellan dessa marknadsvärden. Därmed är man tillbaka i vikten av en trovärdig investeringskalkyl för åtgärden som gör det troligt att en långsiktig investerare skulle vara beredd att betala mer för fastigheten efteråt och att detta mervärde ligger i en storleksordning som harmonierar med investeringsutgiften.

Det kan noteras att en tillämpning av komponentansats i redovisningen sannolikt leder till större aktiverade belopp i redovisningen i jämförelse med tidigare praxis. Detta gör i sin tur att frågan om nedskrivningar sannolikt aktualiseras i högre grad.

Källförteckning/referenser mm

Abedini, P, (2012), Lag 2010:879 om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag – Hur den implementerats av aktörerna, Inst för fastigheter och byggande och Centrum för bank och finans, KTH, Stockholm

Avgiftsstudien, (2011), Fastigheten Nils Holgerssons underbara resa genom Sverige – en avgiftsstudie 2011, <http://www.nilsholgersson.nu/>, 2012-05-08

Bejrums, H., (1987), *Underhållspolicy för bostadshyresfastigheter i långtidsperspektiv*, Meddelande 5:25, Inst. Fastighetsekonomi, Sekt. Lantmäteri, Tekniska Högskolan, Stockholm.

Bejrums, H., et. al., (1992), "Bostadshyreshusens långsiktiga ekonomi", *Fastighetstidningen*, nr 14.

Bejrums, H. & Lundström, S., (1986), *Fastighetsekonomi – Hyresfastigheter*, Ingemar Roos AB, Stockholm.

Bejrums, H., Lind, H. & Victorin, A., (1999), *Vändpunkt 2000 – Lönsam hyra i nya och ombyggda bostäder*, Internmaterial erhållet från Byggentreprenörerna, Stockholm.

Bejrums, H. & Lind, H., (2002), *Nya principer för avskrivning – En strategi för "rätt" bokfört värde på offentliga fastigheter*, U.F.O.S. och Svenska Kommunförbundet, Stockholm.

Benston, G.J. (2008), The shortcomings of fair value accounting described in SFAS 157, *Journal of Accounting and Public Policy*, 27 pp 101-114.

BKN, (2008), Bostadsföretag på orter med vikande befolkningsunderlag, Statens Bostadskreditnämnd, Karlskrona

BKN, (2011), Budgetunderlag 2012-2014, Statens Bostadskreditnämnd, Karlskrona

Blomé, G, (2010), Ekonomiska effekter relaterade till åtgärder i bostadsområden - Två praktiska exempel, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm & Malmö Högskola

Blomé, G., (2011), Corporate Social Responsibility in housing management: Is it profitable?, KTH, Skolan för arkitektur och samhällsbyggnad (ABE), Fastigheter och byggande, Bygg- och fastighetsekonomi

Bonde, M, Lind, H & Lundström, S, (2009), Hur värderas energieffektiva och miljöanpassade kommersiella fastigheter?, Institutionen för Fastigheter och Byggande, Avdelningen för Bygg- och fastighetsekonomi, KTH

Bretten, J. & Wyatt, P., (2001), Variance in commercial property valuations for lending purposes: an empirical study, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 19 No. 3.

Byggstatistik, (2011), Den svenska investerarmarknaden 2010/2011, Byggstatistik, Gävle

- Damodaran, A., (2002), *Investment Valuation* 2nd Edition, John Wiley & Sons Inc., New York.
- Damodaran, A., (2008), *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*, Stern School of Business.
- Ejermark, A, (1997), *PM – Vanliga betydelsefulla fel på byggnader: Flerbostadshus*, Stockholm
- EPRA Research. (2009). *Real Estate Equities – Real Estate or Equities?*
- EPRA Research. (2010). *Loan to Value* October 2010.
- EPRA Research. (2010b). *Listed property performance as a predictor of direct real estate performance.*
- Falkman P, Nordlund B & Rundfelt R, (2009), *Redovisning av materiella anläggningstillgångar - När ska nedskrivning göras och till vilket belopp? Balans nr 6-7.*
- Fastighetsindikatorn. (1993), *Fastighetsvärlden AB*, Stockholm.
- Fastighetsindikatorn. (2012), *Fastighetsvärlden AB*, Stockholm.
- Fernandez, P., (2009), *Market Risk Premium used in 2008 by Professors: a survey with 1.400 answers*, University of Navarra - IESE Business School, Spain
- Hellman, N., Nordlund, B. & Pramhäll, C. (2011), *Förbättrad redovisning med komponentansats: Nyttan överstiger kostnaderna, Balans nr 12*
- IPD, (2011), *IPD Index Guide*, Investment Property Databank Ltd 2011, tillgänglig på <http://www1.ipd.com/Pages/DNNPage.aspx?DestUrl=http%3a%2f%2fwww.ipd.com%2fsharepoint.aspx%3fTabId%3d935>
- IPD, (2012), *Pressmeddelande 21 mars 2012 – Lägst avkastning för bostäder*, IPD Norden och Svenskt Fastighetsindex, Stockholm.
- Jansson, T. & Nordlund, B., (2005), *Ny gränsdragning mellan underhållskostnad och investering – Fastigheter som redovisas enligt IAS 40 och IAS 16, Balans nr 1*
- Lind, H. (1995), *Cost of improvements and change in market value: Possible explanations of a puzzling observation*, Division of Building and Real Estate Economics, Royal Institute of Technology, Stockholm.
- Lind, H., (2010), *Eftersatt underhåll – finns det? Fastighetsnytt nr 4*
- Lind, H. (2011), *Hur agerar ett affärsmässigt allmännyttigt bostadsföretag på en vikande marknad?* Working paper, Kungliga Tekniska Högskolan, Inst för fastigheter och byggande, Stockholm
- Lind, H. (2012), *Direktavkastning och direktavkastningskrav*, Working paper, Kungliga Tekniska Högskolan, Inst för fastigheter och byggande, Stockholm
- Lind, H. (2012b), *Vad kan vi egentligen veta?*, *Fastighetsnytt nr 1*

Lind, H. & Lundström, S., (2011), Hur ett affärsmässigt bostadsföretag agerar – Rapport 2011:1, Kungliga Tekniska Högskolan, Inst för fastigheter och byggande, Stockholm

Loneran, W., (2009), Pre and Post Tax Discount Rates and Cash Flows – A Technical Note, JARAF – The Journal of Applied Research in Accounting and Finance. The University of Sydney.

Lundström, S., (2001), *Uncertainty in market value estimates – Implications for property performance measurement*, Department of Real Estate and Construction Management, Royal Institute of Technology, Stockholm.

Lundström, S. & Gustafsson, C. (2006), Quality assurance of the valuation process for property index, ERES Paper presented at the ERES Conference in Weimar 2006

Lundström, S & Nordlund, B., (2011), Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet, Sveriges Riksbank, Stockholm.

Lundqvist, P. & Nordlund, B. (2010), Byggnadsavskrivning och svenska redovisningsregler, *Balans nr 10*

Mokrane, M., (2002), *Valuations – standards, accuracy, consistency*, IPD European Property Strategy Conference May 2002.

Nordlund, B., (2004), Komponentavskrivning på byggnader – företag som redovisar enligt IAS/IFRS, *Balans nr 3*

Nordlund, B. (2008), *Valuation and Performance Reporting in Property Companies According to IFRS*, Royal Institute of Technology, Department of Building and Real Estate Economics, Stockholm.

Nordlund, B., (2010), Rapport: Avskrivningstider för byggnader (bostäder och kontor), Fastighetsägarna Sverige, Stockholm.

Nordlund, B. (2008b), Vilka marknadsvariabler har störst inverkan på direktavkastningskravens olika nivåer?, Working Paper, Kungl Tekniska Högskolan, Stockholm

Nordlund, B. (2010), Avskrivningstider för byggnader (bostäder och kontor), tillgänglig på http://www.brec.se/Uppdatering1/BN_Rapport_Byggnadsavskrivning_slutversion.pdf, 2012-09-11

Nordlund, B., (2011), Tolkning av innebörden i begreppet marknadsmässiga avkastningskrav i allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag - Uppdaterad version 2011-03-16, PM skrivet och levererat till SABO i mars 2011

Ooi, J. (2003). Dynamic Capital Structure Decisions of Real Estate Organizations: Some International Evidence, National University of Singapore, ERES Paper presented at the ERES Conference in Helsinki 2003.

Persson, E. (2008), *Kap 17 – Fastighetsvärdering; Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, Inst för värdering av fastigheter och Samfundet för fastighetsekonomi, Fastighetsnytt Förlags AB, Stockholm.

PWC, (2011), Riskpremien på den svenska aktiemarknaden – Studie mars 2011, Price Waterhouse Coopers i Sverige AB

RICS (2005), *Valuation and sale price – 2005 Report*, The Royal Institute of Chartered Surveyors, London, UK.

SABO, (1993), *Nyckeltal för underhållsplanering 1994*, SABO, Stockholm.

SABO, 2007, Ekonomin och konkurrensen – Om vinstdrivande bostadsföretag och transaktioner med ägaren, SABO, Stockholm.

SABO, (2009), Hem för miljoner: Förutsättningar för upprustning av miljonprogrammet – rekordårens bostäder, SABO Stockholm.

SABO, (2011), Hur ett affärsmässigt bostadsföretag agerar – En kommentar från SABO, SABO AB, Stockholm.

SABO, (2012), Ekonomisk statistik – SABOs medlemsföretag år 2011, SABO Stockholm.

SCB, (2011), Intäkts- och kostnadsundersökningen för flerbostadshus 2010.
, 2012-09-13

SKL & SABO, (2011), Ägardirektiv till allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag – En handledning, SKL & SABO, Stockholm.

Stegfeldt, G, (2012), Affärsmässighet allmännyttan – Har lagändringen 2011 gett någon effekt?, Inst för fastigheter och byggande, KTH, Stockholm

Sveriges Kommuner och Landsting, (2010), Ny lag om kommunala bostadsaktiebolag m.m., Cirkulär 10:66

Svensk Fastighetsmarknad. (2011), Utgåva 3/2011, NAI Svefa AB.

Taleb, N.N. (2007), *The Black Swan*, Calys Ltd, St Ives plc, England.

Wiman, S., (2011), Är värderare mer optimistiska än fastighetsägare avseende drift- och underhållskostnader?, *Svenska ASPECT nr 4*

Rättsfall, lagar och redovisningsrekommendationer m.m.

Jordabalken 12 kap (Hyreslagen)

Hyresförhandlingslagen (1978:304)

Inkomstskattelagen (1999:1229)
Kommunalskattelagen (1928:370)
Årsredovisningslagen (1995:1554)
Lag om kommunernas bostadsförsörjningsansvar (SFS 2000:1383)
Förordning om statligt stöd för vissa kommunala åtaganden för boendet (SFS 2002:664)
Lag (2010:879) om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag
Prop. 1995/ 96:10
Prop 2009/10:185
SOU 2008:38
SOU 2011:69
Mål nr 5419-11, Kammarrätten i Stockholm
IASB, (2011), International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2011, International Accounting Standards Board, London:
IAS 16 – Property, Plant & Equipment (Materiella anläggningstillgångar)
IAS 36 – Impairment of Assets (Nedskrivningar)
IAS 40 – Investment Property (Förvaltningsfastigheter)
Samlingsvolymen 2012 – FAR Förlag AB, Stockholm
BFNAR 2000:2 – Tillämpning av Redovisningsrådets rekommendationer och uttalanden
BFNAR 2001:3 – Redovisning av materiella anläggningstillgångar
BFNAR 2003:1 – Anläggningsregister
BFNAR 2008:1 – Årsredovisning i mindre aktiebolag
RR 12 – Materiella anläggningstillgångar
RR 17 – Nedskrivningar
RR 24 - Förvaltningsfastigheter
RedR1 – Årsredovisning i aktiebolag
RedR5 – Redovisning av aktier och andelar
RedU 12 Avskrivning av byggnad vid tillämpning av årsredovisningslagen
URA 31 – Större besiktning- och översynskostnader avseende materiella anläggningstillgångar
SABO Rekommendation 95:02 – Om aktivering av upprustningskostnader
BFNAR 2012:1 – Bokföringsnämndens allmänna råd om års- och koncernredovisning

Intervjuer

Respondenter intervjustudier långsiktiga normala aktörer:

Heba Fastighets AB, VD Lennart Karlsson och ekonomichef Frank Sadleir (Stockholm)
Fastighets AB L E Lundberg, VD Peter Whass (Norrköping)
Stena Fastigheter AB, VD Christel Armstrong-Darvik (Göteborg)
Einar Mattsson AB, VD Stefan Ränk, fastighetschef Eva Ellenfors samt analytikerna Anna Abrahamsson och Marcus Nyström (Stockholm)
Byggnadsfirma Olov Lindgren AB, VD Jan Ellström (Stockholm)
Rikshem, VD Jan-Erik Höjvall (Stockholm)
Willhem, VD Mikael Granath (Göteborg)
WermlandsInvest, Direktör Hans Bergh (Karlstad)
Fastighetsstaden i Halmstad AB, VD Greger Pettersson (Halmstad)
LJ Fastigheter, VD Lennart Johansson (Arvika)
Fryken Fastigheter AB, Thomas Engberg (Kil/Sunne)

Bolia Förvaltning, Göran Magnusson (Åmål)

Respondenter intervjustudier leverantörer av marknadsinformation - direktavkastningskrav:

NewSec AB, Charlotte Danielsson

DTZ, Patrik Lundström

Forum Fastighetsekonomi AB, Sofia Moberg

NAI Svefa, Kristian Isberg

Referensgrupp

Referensgruppen i detta projekt har bestått av:

Lars Björnson, SKL

Björn Forsberg, ÖrebroBostäder AB - ÖBO

Martin Gepertz, Bostads AB Mimer

Jennie Grafström, Förvaltnings AB Framtiden

Carina Grönberg, Förvaltnings AB Framtiden

Johan Holmgren, SABO

Benth Jensen, AB Ängelholmshem

Erik Johansson, Halmstads Fastighets AB

Hans Lind, KTH

Jörgen Mark-Nielsen, SABO

Sophia Mattsson-Linnala, SABO

Anders Sandoff, Göteborgs universitet

Jonas Stark, Halmstads Fastighets AB

Dan Stenberg, AB Stångåstaden

Pär Svanberg, Hyresgästföreningen

Bilaga 1 Illustrativa exempel

I denna bilaga visas ett antal illustrativa exempel på hur olika frågeställningar som diskuterats i utredningen skulle kunna hanteras.

Exempel 1 – Beräkning av totalavkastning på totalt och eget kapital samt direktavkastning

Nedan visas en principillustration hur en beräkning av direktavkastning och totalavkastning på totalt kapital kan ske för ett bostadsföretag. Dessutom visas en illustration hur en beräkning kan ske av totalavkastning på eget kapital utan hänsyn till skatteeffekter. I intervjustudien med långsiktiga normala aktörer har framkommit att de flesta av dem anser att uppskuten skatteskuld på skillnad mellan fastigheternas marknadsvärden och deras skattemässiga värden har låg eller ingen relevans. Dessutom kan argumenteras att i ett fastighetsbolag, utifrån ett principiellt förenklat sätt, att de tillgångar på balansräkningens aktivsida som i allt väsentligt förväntas generera avkastning i normala fall är fastigheter medan på balansräkningens passivsida finns posterna eget kapital och räntebärande skulder som kräver avkastning. Schablonmässigt skulle följaktligen totalavkastning på eget kapital utan hänsyn till skatt kunna kalkyleras enligt beskrivning nedan:

Antag följande för ett bostadsföretag				
BALANSRÄKNINGAR		2011-12-31	2010-12-31	
TILLGÅNGAR				
Materiella anläggningstillgångar				
Byggnader och mark	Not 1	10 357	9 500	
Övriga materiella anläggningstillgångar		12	15	
Omsättningstillgångar		95	75	
SUMMA TILLGÅNGAR		10 464	9 590	
EGET KAPITAL OCH SKULDER				
Summa eget kapital		1 208	1 100	
Summa långfristiga skulder		9 096	8 340	
Kortfristiga skulder		160	150	
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER		10 464	9 590	
RESULTATRÄKNING		2011		Belåningsgrad (LTV) 69%
Hysesintäkter		1 990		
Driftkostnader		-950		Direktavkastning totalt kapital
Underhållskostnader		-250		Hyra 1 990
Administrationskostnader		-200		Drift -950
Avskrivning materiella anläggningstillgångar		-143		Underhåll -250
Räntesintäkter		0		Fastighetsadministration -120 (Antaget 60 % av total administrationskostnad)
Räntekostnader	3,4%	-300		Driftnetto 670
Resultat för skatt		147		Direktavkastning % 5,3%
Skatt		-39		$(670 / ((12\ 000 + 13\ 100) / 2))$
Årets vinst		108		
Not 1 - Byggnader och mark		2011-12-31		Totalavkastning totalt kapital
Ingående balans		9 500		Driftnetto 670
Investeringar		1 000		Värdeförändring brutto 1 100
Årets avskrivning		-143		$(13\ 100 - 12\ 000)$
Utgående balans		10 357		Investeringar -1 000 (Värdeförändring netto är 100 (1 100-1 000))
Marknadsvärde fastigheter vid årets ingång		12 000		Totalavkastning totalt kapital 770
Marknadsvärde fastigheter vid årets utgång		13 100		Totalavkastning på totalt kapital % 6,1%
Justerat eget kapital		2011-12-31	2010-12-31	$(770 / ((12\ 000 + 13\ 100) / 2))$
Eget kapital enligt redovisning		1 208	1 100	Totalavkastning på eget kapital före skatt
Återläggning redovisat värde fastigheter		-10 357	-9 500	Driftnetto 670
Marknadsvärde fastigheter		13 100	12 000	Nettovärdeförändring fastighet 100
Justerat eget kapital mht övervärden		3 951	3 600	Central administrationskostnad -80
				Ränteutbetalningar -300
				Totalavkastning eget kapital 390
				Totalavkastning eget kapital före skatt % 10,3%
				$(390 / ((3\ 951 + 3\ 600) / 2))$

Notera särskilt avsnitt 2.4.5 och 2.4.6 ovan beträffande upplysning om verkligt värde och gränsdragning mellan underhåll och investering för företag som tillämpar de s.k. K3-reglerna. Notera också att beräkningen inte sker med samma precision som den formel vilken presenterades i avsnitt 4.2 i rapporten ovan.

Exempel 2 – Kalkyl över vilka kostnader bostadsföretaget behöver få täckning för inklusive kostnad för eget kapital

Nedan visas ett illustrationsexempel hur en kalkyl skulle kunna se ut vilken avser att specificera kostnader bostadsföretaget behöver få täckning för och som skulle kunna utgöra ett bland flera interna styrdokument:

Taxebundna kostnader (el, värme, vatten renhållning)	
Administration och fastighetsskötsel enl schablon	
Övriga driftkostnader (försäkring etc)	
Reparation och underhåll enligt komponentansats	
Fastighetsskatt	
Tomträttsavgäld (i förekommande fall)	
Förväntad värdeförändring fastigheter, alternativt avskrivning på byggnader m.m. enligt komponentansats	
Räntekostnader på lån	
Kostnader för eget kapital (totalt eget kapital x avkastningskrav)	
Summa kostnader	

Exempel 3 – Principiellt sätt att presentera underlag för ekonomistyrning och internt delmängdsunderlag vid hyresförhandling

Principiellt exempel på möjligt sätt att resonera vid ekonomisk styrning, intern delmängdsinformation inför hyresförhandlingar m.m., se nedanstående modell:

		<i>Avkastningskrav:</i>
Marknadsvärde på tillgångar (T)	8 800	6,5%
Marknadsvärde på skulder (S)	6 160	5,0%
Eget kapital (E) där E = T-S	2 640	10,0%
Belåningsgrad	70%	
Hyresinbetalningar	1 000	
Drift- och underhållsutbetalningar	-450	
Fastighetsskatt	-20	
Tomträttsavgäld	-5	
Driftnetto	525	
Ränteutbetalningar	-308	
Vinst före skatt/Avkastning till eget kapital före skatt	217	
Avkastning på totalt kapital	6,0%	(525/8 800)
Avkastning på eget kapital före skatt	8,2%	(217/2 640)
<u>Justeringar/förväntningar:</u>		
Bruttovärdeförändring minus investeringsutbetalningar = Nettovärdeförändring	0	0,0% av fastighetsvärdet
Ökning hyresinbetalningar	25	2,5% av hyran
Minskning/effektivisering drift- o underhåll	25	-5,6% av drift o underhåll
Driftnetto efter justeringar	575	
Vinst före skatt/Avkastning till eget kapital efter justeringar	267	
Justerad avkastning på totalt kapital	6,5%	(575/8 800)
Justerad avkastning på eget kapital före skatt	10,1%	(267/2 640)

Exempel 4 – Hur ett avkastningskrav på ett bostadsföretag i ett ägardirektiv skulle kunna underbyggas med olika ansatser

Ett sätt att kombinera en finasteoretisk ansats med en fastighetsmarknadshärledd ansats när det gäller avkastningskrav på totalt och eget kapital illustreras nedan. Vidare avser illustrationen att visa hur ett tänkbart sätt skulle kunna se ut vid skapande av den ovan nämnda ”korridoren”, se ovan avsnitt 6.2, för att ägardirektivet ska fungera i olika räntemiljöer.

”Lägre räntescenario”:

Kalkyl diskonteringsränta (före skatt) på totalt kapital

Risfri nominell ränta	2,00 %
Aktiemarknadens generella riskpremie	5,00 %
Aktiens betavärde	1,10
Ränta på räntebärande skulder	3,50 %

Totalt eget kapital	2 630	30%
Totala räntebärande skulder	6 140	70%
Totalt kapital	8 770	100%

Bolagsskatt	26,3 %
Avkastningskrav på eget kapital efter skatt	7,5 %
Avkastningskrav på eget kapital före skatt	10,2 %
Avkastningskrav på totalt kapital före skatt	5,5 %

Unlevered Beta (tillgångsbeta)	0,40
Avkastningskrav på eget kapital obelånat bolag efter skatt	4,0 %
Avkastningskrav på eget kapital obelånat bolag före skatt	5,5 %

Bedömt marknadsmässigt driftnetto	525,0
Direktavkastningskrav fastigheter	6,0%
Bedömt marknadsvärde fastigheter	8 747
Räntebärande skulder	6 140
LTV	70,2%

Bostadsobligationsränta på relevant tid	2,5 %
Bankmarginal	1,0 %

Avkastningskrav på totalt kapital Uttryckt som direktavkastningskrav

Nominellt avkastningskrav på totalt kapital	5,5 %
Nominell ränta på 10 årig statsobligation	2,0 %
Risfri realränta på 10 årig statsobligation	0,5 %
Inflationsförväntan (inflationsriskpremie)	1,5 %
Realt avkastningskrav på totalt kapital	4,0 %
Förväntan om real utveckling av framtida fastighetsvärden/kassaflöden	-2,0 %

Direktavkastningskrav	6,0 %
------------------------------	--------------

”Högre räntescenario”

Kalkyl diskonteringsränta (före skatt) på totalt kapital

Risfri nominell ränta	4,00 %
Aktiemarknadens generella riskpremie	5,00 %
Aktiens betavärde	1,40
Ränta på räntebärande skulder	6,10 %

Totalt eget kapital	1 810	23%
Totala räntebärande skulder	6 140	77%
Totalt kapital	7 950	100%

Bolagsskatt	26,3 %
Avkastningskrav på eget kapital efter skatt	11,0 %
Avkastningskrav på eget kapital före skatt	14,9 %
Avkastningskrav på totalt kapital före skatt	8,1 %

Unlevered Beta (tillgångsbeta)	0,40
Avkastningskrav på eget kapital obelånat bolag efter skatt	6,0 %
Avkastningskrav på eget kapital obelånat bolag före skatt	8,1 %

Bedömt marknadsmässigt driftnetto	525,0
Direktavkastningskrav fastigheter	6,6%
Bedömt marknadsvärde fastigheter	7 943
Räntebärande skulder	6 140
LTV	77,3%

Bostadsobligationsränta på relevant tid	4,5 %
Bankmarginal	1,6 %

Avkastningskrav på totalt kapital Uttryckt som direktavkastningskrav

Nominellt avkastningskrav på totalt kapital	8,1 %
Nominell ränta på 10 årig statsobligation	4,0 %
Risfri realränta på 10 årig statsobligation	0,5 %
Inflationsförväntan (inflationsriskpremie)	3,5 %
Realt avkastningskrav på totalt kapital	4,6 %
Förväntan om real utveckling av framtida fastighetsvärden/kassaflöden	-2,0 %

Direktavkastningskrav	6,6 %
------------------------------	--------------

Hantering av scenarierna i ett ägardirektiv

Utgångspunkten är att ovanstående två scenarier skulle kunna utgöra "korridorvärden" för avkastningskrav i ett ägardirektiv från ägaren till det kommunala bostadsföretaget (kommunen). Ett möjligt sätt att uttrycka de relevanta avkastningskraven skulle kunna vara enligt nedan:

Direktavkastningskrav på totalt kapital skall uppgå till mellan 6,0 och 6,5 %

Totalavkastningskravet på totalt kapital skall uppgå till mellan 5,5 och 8,0 %

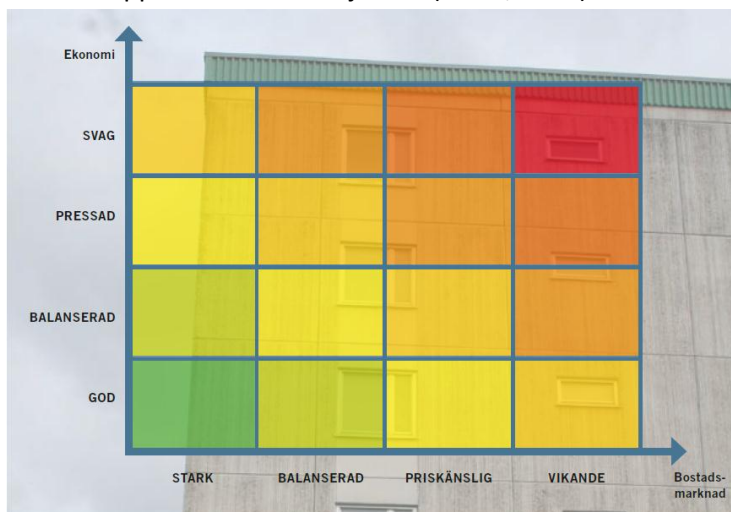
Totalavkastningskravet på eget kapital före skatt skall uppgå till mellan 10 och 14 %

Ägardirektivet i detta avseende ska läsas så att vid en nominell riskfri ränta på 2,0 % och en riskfri realränta på 0,5 % ska avkastningskraven i den nedre delen av intervallet uppfyllas och vid en riskfri nominell ränta på 4,0 % och en riskfri realränta på 0,5 % ska avkastningskraven i det övre intervallet uppfyllas.

Sannolikt finns även behov av alternativa synsätt när det gäller att mäta avkastningen som ett komplement till ovan illustrerade "korridor". Dessa alternativa synsätt kan då vara ett komplement till ovanstående. I kapitel 6 ovan diskuterades bland annat begreppet "förvaltningsresultat" som skulle kunna vara ett alternativt utvärderingsunderlag i situationer då oväntade externa händelser leder till att fastigheterna skulle kunna falla i värde. Ett annat begrepp som sannolikt har relevans här är det ovan diskuterade begreppet "driftöverskottsgrad". Ett sätt att resonera skulle kunna vara att när oväntade negativa värdeförändringar inträffar vilket påverkar totalavkastningen negativt så blir nästa steg att bedöma huruvida kraven på "förvaltningsresultat" och/eller "driftöverskottsgrad" ändå är acceptabla.

Exempel 5 – Hur ett avkastningskrav på ett bostadsföretag i ett ägardirektiv skulle kunna byggas upp på marknader med olika förutsättningar

Startpunkten för nedanstående resonemang är den inledning i olika marknadstyper som finns i SABO:s rapport "Hem för miljoner" (SABO, 2009).



Källa: SABO, 2009



FÖRETAG MED GOD EKONOMI PÅ STARKA BOSTADSMARKNADER

Företagen finns främst i och omkring Stockholm, Göteborg och Malmö. De är ofta stora men det finns även mindre företag i gruppen. De har i princip inga vakanser, hög soliditet och ett relativt högt marknadsvärde på fastigheterna. Företagen har totalt cirka 91 000 bostäder byggda 1961–1975 i behov av upprustning. De har visserligen relativt goda möjligheter att finansiera upprustningar men har å andra sidan ofta stora bostadsområden där omfattande satsningar för att komma tillrätta med sociala problem och segregation behövs. Det finns en potential att öka hyresintäkterna i beståndet som helhet, men möjligheterna att höja hyrorna i samband med en upprustning varierar mycket beroende på fastigheternas läge och attraktivitet.



FÖRETAG MED EKONOMI OCH BOSTADSMARKNAD I BALANS

Dessa företag är oftast mellanstora och befinner sig på mellanstora orter (>75 000), exempelvis regionstäder. De har låga vakanser, 1,1 procent i genomsnitt, och god soliditet. Fastighetsvärdena är lägre än i storstadsföretagen på grund av högre avkastningskrav och lägre intäkter. Företagen har totalt cirka 71 000 bostäder byggda 1961–1975 i behov av upprustning. Många företag har ofta relativt goda möjligheter att finansiera en upprustning. Men även här finns bostadsområden där omfattande satsningar för att komma tillrätta med sociala problem och segregation behöver göras.



FÖRETAG MED PRESSAD EKONOMI OCH PÅ EN PRISKÄNSLIG BOSTADSMARKNAD

Dessa företag är oftast små till mellanstora, befinner sig på orter med 25 000–75 000 invånare och har i genomsnitt 2,4 procent vakansgrad. Cirka 30 procent av företagen har en vakansnivå som överstiger 3 procent. Soliditeten är lägre än i storstads- och mellanstadsföretagen. Troligen finns inga större strukturproblem i kommunen för tillfället. Företagen har totalt cirka 85 000 bostäder byggda 1961–1975, som är i behov av upprustning. Situationen för företagen av denna typ varierar beroende på ortens förutsättningar. Företagen har ofta svårigheter att finansiera en upprustning.



FÖRETAG MED SVAG EKONOMI PÅ VIKANDE BOSTADSMARKNADER

Företagen är i regel små och befinner sig ofta i små kommuner (<25 000) med strukturproblem och höga vakansgrader, få arbetsgivare på orten och relativt låg soliditet. Detta innebär både hög affärsmässig och finansiell risk. Företagen har totalt cirka 53 000 bostäder byggda 1961–1975 som är i behov av upprustning. Företagen saknar ekonomisk styrka att finansiera en upprustning av sitt bestånd från rekordåren.

Till denna grupp hör de cirka hundra företag som enligt bostadskreditnämndens definition befinner sig på mycket svaga bostadsmarknader. Bland dem finns företag med vakanser på över 10 procent och en beräknad befolkningsminskning på 5–10 procent under perioden 2006–2011.

Källa: SABO, 2009

Ju närmare den högra delen i den första figuren ovan den aktuella marknaden befinner, desto större är sannolikheten att marknadens aktörer inte förväntar sig någon större positiv tillväxt i framtida värden och/eller kassaflöden. I vissa fall när det gäller nyss exemplifierade marknader kan det till och med sannolikt vara så att inte ens den förväntade inflationen kan komma att uppväga de reala minskningarna i värde och/eller kassaflöden. Annorlunda uttryckt, det skulle till och med kunna bli fråga om nominella sänkningar av värden och/eller kassaflöden i framtiden. Omvänt kan resoneras så att ju längre till vänster i samma figur den aktuella marknaden befinner sig, desto större är sannolikheten att marknadens aktörer förväntar sig en positiv tillväxt i framtida värden och/eller kassaflöden.

De "svagare" marknaderna har högst sannolikt ett högre direktavkastningskrav samt också ett högre totalavkastningskrav utifrån ett marknadsmässigt synsätt medan direktavkastningskravet på de starkare marknaderna kan vara väsentligt lägre samtidigt som även totalavkastningskravet ligger lägre än på de svagare marknaderna. Dock kan skillnader mellan direktavkastningskrav förväntas vara större mellan svagare och starkare marknader än skillnader i totalavkastningskrav.

Antag följande samband (observera att dessa samband endast avser att vara illustrativa och inte gör anspråk på att vara rätt sifferangivelser):

Riskenfri realränta 2 %

Förväntad inflation 2 %

Generell risk på stark marknad 1-2 %

Generell risk på svag marknad 3-4 %

Real värdeförändring på stark marknad + 1 till + 2 %

Real värdeförändring på svag marknad -2 till -4 %

Direkt- och totalavkastningskrav på stark marknad:

Riskenfri realränta 2 %

Generell riskpremie 1-2 %

Real värdeförändring +1 till +2%

Skulle ge ett direktavkastningskrav om 3 till kanske 4 % medan ett reellt totalavkastningskrav skulle kunna uppgå till kanske 4 – 5 % och om detta uttrycks i nominella termer sker ett tillägg för förväntad inflation varvid totalavkastningskravet blir kanske 5-6 %.

Direkt- och totalavkastningskrav svag marknad:

Riskenfri realränta 2 %

Generell riskpremie 3-4 %

Real värdeförändring -2 till - 4 %

Skulle ge ett direktavkastningskrav om 7 till kanske 10 % och ett reellt totalavkastningskrav om kanske 5-6 % och om detta uttrycks i nominella termer kanske 7-8 %

Hur sambanden skulle kunna se ut för att komma fram till de siffror som exemplifierades ovan illustreras i nedanstående tabell.

p Riskfri real ränta	p Inflation	p Generell Risk	g Inflation	g Real ut- veckling värde/ kassaflöden
2	2	2	2	1
2	2	2	2	0
2	2	3	2	0
2	2	3	2	-1
2	2	3	2	-2
2	2	4	2	-3
2	2	4	2	-4

$(p-g)$ Direkt- avkastn. krav	p real Real diskont. ränta	p nominell Nominell diskont. ränta
3	4	6
4	4	6
5	5	7
6	5	7
7	5	7
9	6	8
10	6	8

"Starkare"
marknader

"Svagare"
marknader

Ovanstående tabell bygger på de resonemang som fördes i avsnitt 4.2.1 och som åskådliggjordes i figur 7 i detta avsnitt.

Nominell diskonteringsränta i ovanstående tabellillustration är detsamma som nominellt totalavkastningskrav på totalt kapital. Real diskonteringsränta är detsamma som reall totalavkastningskrav på totalt kapital.

I sammanhanget är det viktigt att observera att ovan illustrerade exempelberäkningar av olika avkastningskrav är influerade av den marknadssituation som varit rådande de senaste åren. Avkastningskraven på marknaden är inte konstanta över tid. Ett ytterlighetsexempel som kan få illustrera detta är uppgivna direktavkastningskrav m.m. för bostäder enligt nedan för år 1992-93 i marknadsrapporten Fastighetsindikatorn (1993):

		<u>Noterade priser/bedömda värden per kvm:</u>
Göteborg	8-10 %	Beroende på läge och ålder 3.000 – 10.000
Malmö	8-11 %	Beroende på läge och ålder 3.000 – 10.000
Stockholm	6,5-9 %	Beroende på läge och ålder 3.000 – 11.000
Stockholms förorter	9-11 %	Beroende på läge och ålder 3.000 – 10.000
Gävle	9-11 %	Beroende på läge och ålder 2.250-9.000
Karlstad	9-11 %	Beroende på läge och ålder 2.200-8.500
Linköping	8,5-10,5 %	Beroende på läge och ålder 2.500-9.500
Halmstad	9-11 %	Beroende på läge och ålder 2.300-8.500

Exempel 6 – Hur ett avkastningskrav på ett bostadsföretag i ett ägardirektiv skulle kunna byggas upp/stämmas av utifrån direktavkastningskrav i olika typer av marknadsinformation

Se bland annat resonemang ovan under avsnitt 5.4

	Belopp i tkr	Kr/kvm	
Företagets driftnetto enligt utfall i redovisningen			
Normaliserat driftnetto enligt schablonantaganden			
Marknadsvärde på företagets fastigheter			
Direktavkastning enligt normaliserat driftnetto		%	
Utfall direktavkastning enligt redovisning		%	
Utredning differenser mellan normaliserat driftnetto och verkligt utfall:			
Belopp i tkr	Utfall	Normaliserat	Differens
Vakanser/hyresbortfall			
Administration			
Fastighetsskötsel			
Taxebundna kostnader			
Övriga driftkostnader			
Reparation o underhåll			
Summa differenser			
Företagets driftnetto enligt utfall i redovisningen			
Justering summa differenser enligt ovan			
Justerat driftnetto			
Ger direktavkastning			%
Potentialer till resultatförbättringar *)			
Potentiellt driftnetto			
Ger direktavkastning			%

*) Exempelvis hyrespotentialer, effektivisering administration, fastighetsskötsel etc
 När det gäller reparations- och underhållskostnader bör observeras att en komponentansats egentligen borde tillämpas för att få en bra periodisering/matchning över tid för sådana utgifter, se ovan under avsnitt 2.4.6 i rapporten där denna ansats beskrivs.

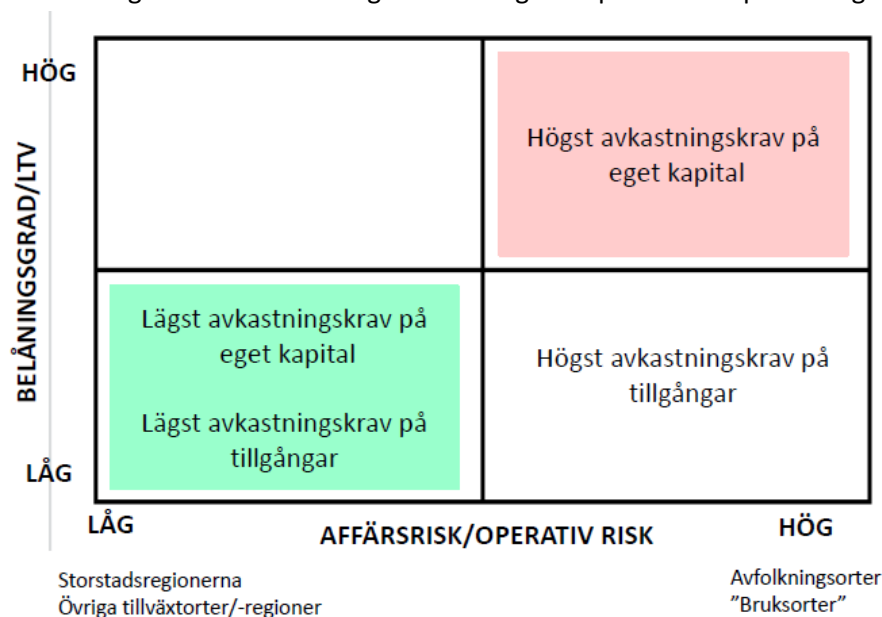
Tanken med ovanstående exempelillustration är att en kommun och/eller ett bostadsföretag skulle kunna utgå från direktavkastningskrav från någon typ av marknadsinformationssystem. I nästa steg jämförs utfall i redovisningen med normaliserade driftnetton för att jämföra direktavkastningsnivåerna. Därefter försöker man förklara skillnader och finna eventuella potentialer till resultatförbättringar. Vissa av de differenser som framkommer i avstämningen ovan kanske kan förklaras med att antaganden vid extrahering av direktavkastningskrav hos leverantörer av marknadsinformation, som sedan leder till rapporterade sådana avkastningskrav, inte överensstämmer med rimliga verkliga utfall. Så skulle exempelvis kunna vara fallet med administrationskostnader eller taxebundna kostnader. Sådana differenser som nyss diskuterats skulle då kunna leda till att det ändå är acceptabelt att företaget levererar exempelvis en lägre direktavkastning än vad som indikeras i marknadsinformationssystemen. Det kan dock inte uteslutas att företagen eller kommunerna vid sådana här genomgångar identifierar potentialer till resultatförbättringar som i sin tur sedan borde ingå som ett led i löpande effektivisering av

verksamheten och dokumenteras som en av flera strategier i företagets affärsplan. Vid sådana analyser som exemplifierats ovan är det viktigt att företaget/kommunen iakttar gränsdragningsfrågor mellan central administration och fastighetsadministration samt gränsdragning mellan underhållskostnad och investering som diskuterats tidigare ovan i denna rapport. Se bl.a. avsnitt 2.4.6 och 3.3.2. Vid formuleringen av avkastningskravet i ägardirektivet bör kommunen, vad avser driftnettodelen i avkastningskravet, fokusera på det potentiella driftnettot som åskådliggjordes i ovanstående uppställning/avstämning.

För att sedan komma fram till formuleringen av ett totalavkastningskrav på totalt kapital kan resonemangen i detta exempel (6) kombineras med den typ av resonemang som illustrerades ovan i exempel 5. Om kommunen/bostadsföretaget vill räkna om det totalavkastningskrav på totalt kapital som blir resultatet av ovanstående analyser och resonemang till ett totalavkastningskrav på eget kapital, skulle exempelvis den så kallade hävstångsformeln som presenterades i avsnitt 4.3.2 kunna appliceras för att bedöma storleken på detta avkastningskrav. Detta förutsätter dock att räntebärande skulder är effektivt prissatta utifrån den "normala marknadsaktören" och med hänsyn till belåningsgrad samt affärsrisker. Hur sådana beräkningar kan gå till för olika marknader ("svag" och "stark") illustrerades med ett exempel i avsnitt 4.3.2.

Exempel 7 – Olika dimensioner som behöver vägas in vid val mellan att formulera ett marknadsmässigt avkastningskrav på totalt kapital (tillgångar) respektive på eget kapital

Nedanstående figur illustrerar, genom att exemplifiera, olika dimensioner som behöver vägas in vid formulering av marknadsmässiga avkastningskrav på totalt respektive eget kapital.



Längst uppe i figurens högra hörn borde det marknadsmässiga avkastningskravet på eget kapital vara som högst och längst nere i figurens vänstra hörn borde detta avkastningskrav vara som lägst. Belåningsgrad (LTV) definieras här som räntebärande skulder i förhållande till tillgångarnas (fastigheternas) marknadsvärde. När det gäller marknadsmässigt avkastningskrav på totalt kapital (tillgångar/fastigheter) borde låg affärs-/operativ risk leda till lägre avkastningskrav och hög affärs-/operativ risk leda till högre avkastningskrav. Belåningsgraden i enskilda fall ska inte påverka det marknadsmässiga avkastningskravet i detta fall.

Exempel 8 – Exempel på kalkyl vid nedskrivningsbedömning nyproducerad bostadshyresfastighet

Nedan åskådliggörs en nyttjandevärdesberäkning för nedskrivningsprövning i redovisningssammanhang. Antagandet är att det marknadsmässiga direktavkastningskravet uppgår till 5,0 % både år 0 och år 5. Antag vidare att produktionskostnaden uppgår till 25.000 kr/kvm. Om även nettoförsäljningsvärdet uppgår till i storleksordningen samma belopp som nyttjandevärdesberäkningen blir återvinningsvärdet i detta fall ungefär detsamma som produktionskostnaden. I en sådan situation skulle företaget med andra ord inte behöva göra någon nedskrivning. Förutsättningarna i övrigt för nyttjandevärdeskalkylen i detta exemplifierade fall framgår nedan. Vidare framgår nedan att det föreligger en skillnad mellan diskonteringsränta, som används för att nuvärdesberäkna framtida kassaflöden (i detta fall driftnetton), och direktavkastningskravet, som används vid restvärdebedömningen. Att diskonteringsräntan uppgår till 6 % i nedanstående exempel beror på att den genomsnittliga tillväxten i kassaflödena uppgår till ca 1 % per år under kalkylperioden. Annorlunda uttryckt $p = \text{diskonteringsräntan } 6\% \text{ och } g = \text{tillväxt } 1\% \text{ vilket ger } (6\% - 1\%) = 5\%$ i direktavkastningskrav. Detta samband beskrevs och diskuterades i avsnitt 4.2.1 ovan.

Kassaflödeskalkyl/prognos

Nyttjandevärde

Fastighet	Nyproduktionen 1					
Företag	Bostadsbolaget AB					
Kalkyl utförd av	Ekonomien					
Kalkyl version och datum	Ver 1 2012-09-XX					
Inflation/inflationsriskkompensation	2,0					%
Risikfri realränta	2,0					
Generell riskkompensation	2,0					
Kalkylränta/Diskonteringsränta	6,0					%
Uthyrbar area	1 000					kvm
Hyra per kvm år 1	1 600					
Vakans-/hyresrisk i % av hyra	2,0					%
Driftutbetalningar kr/kvm år 1	300					
Reparations- och underhållsutbetalningar kr/kvm år 1	50					
Hyresutveckling i förhållande till inflation	-0,5					%
Driftutbetalningsutveckling i förhållande till inflation	0,5					%
Reparations- och underhållsutbetalningar utveckling i förhållande till inflation	4,0					%
Direktavkastningskrav för restvärdebedömning	5,0					%
	År					
	1	2	3	4	5	6
Hyra	1 600	1 624	1 648	1 673	1 698	1 724
Vakanser	-32	-32	-33	-33	-34	-34
Driftutbetalningar	-300	-308	-315	-323	-331	-339
Reparation o underhåll	-50	-53	-56	-60	-63	-67
Driftnetto	1 218	1 231	1 244	1 257	1 270	1 283
Restvärde					25 879	
Nuvärde driftnetto	1 149	1 096	1 045	996	949	
Summa nuvärde:						
Driftnetton	5 234					
Restvärde	19 338					
Totalt	24 572					