



# Norske privatpersoners nettoavkastning

*En komparativ studie av fond, crowdlending og utleiebolig fra  
et privat investeringsperspektiv*

**Even Sylliåsen og Even Øverli**

**Veileder: Guttorm Schjelderup**

Masteroppgave i Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Denne masteravhandlingen tar for seg private investeringer i indeksfond, crowdlending og utleiebolig. Temaet for studien har blitt aktualisert av et økt fokus på privat sparing under Covid-pandemien, samt at et relativt nytt investeringsalternativ (crowdlending) har vokst frem. Vi anser det som nyttig for en norsk privatinvestor å ha kunnskap om disse tre alternativene når investeringsbeslutninger skal fattes, og avhandlingen kan anses som en grundig innføring i nevnte aktivaklasser.

Studiens problemstilling er: «Hva kjennetegner indeksfond, crowdlending og utleiebolig fra et privat investeringsperspektiv, og hvilke faktorer kan påvirke avkastningen i disse aktivaklassene fremover?». For å svare på problemstillingen gjør vi et dypdykk i de ulike investeringsalternativene og foretar historiske lønnsomhetsanalyser. Vi har undersøkt hva som kjennetegner alternativene med tanke på risiko, avkastning, kostnader og skatt. Deretter sammenlignet vi risikojustert avkastning med og uten belåning, før og etter formuesskatt. Avslutningsvis presenterer vi betraktninger for tiden fremover for de ulike investeringsalternativene.

Funnene viser at netto totalavkastning uten belåning var høyest for fond i vår analyseperiode, etterfulgt av utleiebolig i hovedstaden, crowdlending og utleiebolig i landet for øvrig. Dersom investeringene hadde vært belånt, ville derimot utleiebolig i landet for øvrig kommet bedre ut enn crowdlending. Videre viser våre funn at den risikojusterte nettoavkastningen, hensyntatt alle kostnader og skatter, høyest for crowdlending, etterfulgt av utleiebolig og indeksfond. Studien finner at utleiebolig og indeksfond blir skattefavorisert i analyseperioden, mens crowdlending har det høyeste skattetrykket av investeringsalternativene gjennom en høy kapital- og formuesbeskatning, samt fraværet av skattefradrag for tap. Videre vil makroøkonomiske faktorer kunne påvirke aktivaklassene fremover, og det er rimelig å anta at den neste tiårsperioden vil se annerledes ut enn vår analyseperiode. Vi forventer en lavere avkastning i de tre investeringsalternativene fremover.

## Forord

Denne masteravhandlingen er skrevet innenfor fordypningsområdet finansiell økonomi, som en avsluttende del av mastergraden i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Avhandlingen utgjør 30 studiepoeng og har blitt skrevet i perioden fra januar til juni 2022. Utredningen er skrevet med stipend fra Norsk senter for skatteforskning (NoCet).

Vi ser tilbake på et interessant og lærerikt semester. Privat sparing er et tema vi begge finner spennende, og motivasjonen for å skrive om dette ble styrket etter å ha tatt emnet «Personlig økonomi». Nysgjerrigheten rundt hvilket investeringsalternativ som har gjort det best de siste 10 årene, alle kostnader tatt i betraktning, resulterte i at dette ble temaet for vår masteroppgave.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, Guttorm Schjelderup, for svært gode og konstruktive tilbakemeldinger gjennom hele prosessen. Avslutningsvis ønsker vi å takke intervjuobjekter og alle andre som har bidratt med verdifull innsikt og informasjon til arbeidet. Vi vil også takke for fine og minnerike år ved NHH.

Norges Handelshøyskole

Bergen, 1. juni 2022

---

Even Sylliåsen

---

Even Øverli

# Innholdsfortegnelse

Sammendrag .....	i
Forord .....	ii
Innholdsfortegnelse .....	iii
<b>1. Innledning</b>	<b>1</b>
1.1. Bakgrunn og problemstilling .....	1
1.2. Avgrensning .....	2
1.3. Struktur .....	3
<b>2. Teori og begreper</b>	<b>4</b>
2.1. Avkastning .....	4
2.2. Standardavvik .....	5
2.3. Risikofri rente .....	6
2.4. Risiko .....	7
2.5. Sharpe-rate .....	8
2.6. Brekkstangformelen .....	9
<b>3. Fond</b>	<b>10</b>
3.1. Introduksjon til fond .....	10
3.2. Valg av Fond .....	10
3.3. Risiko ved fond .....	13
3.4. Kostnader ved fond .....	14
3.5. Skatt ved fond .....	15
3.6. Nettoavkastning i fond .....	15
<b>4. Crowdlending</b>	<b>17</b>
4.1. Introduksjon til crowdlending .....	17
4.2. Risiko ved crowdlending .....	18
4.3. Kostnader ved crowdlending .....	22
4.4. Skatt ved crowdlending .....	23
4.5. Nettoavkastning i crowdlending .....	23
<b>5. Utleiebolig</b>	<b>29</b>
5.1. Introduksjon til utleiebolig .....	29
5.2. Risiko ved utleiebolig .....	32
5.2.1. Boligprisfall .....	33

5.2.2.	Leiepriser .....	35
5.2.3.	Andre risikomomenter .....	35
5.3.	Kostnader ved utleiebolig .....	37
5.4.	Skatt ved utleiebolig .....	39
5.5.	Nettoavkastning i utleiebolig .....	40
<b>6.</b>	<b>Sammenligning</b>	<b>45</b>
6.1.	Nettoavkastning før formuesskatt .....	45
6.2.	Systematisk og usystematisk risiko i de tre investeringsalternativene .....	45
6.3.	Sammenligning av risikojustert avkastning .....	46
6.3.1.	Fond .....	46
6.3.2.	Crowdlending .....	46
6.3.3.	Utleiebolig .....	48
6.3.4.	Risikojustert avkastning .....	49
6.4.	Formuesbeskatning .....	49
6.5.	Absolutt netto avkastning .....	51
<b>7.</b>	<b>Tiden fremover</b>	<b>55</b>
7.1.	Makrobildet .....	55
7.1.1.	Renter .....	55
7.1.2.	Inflasjon .....	56
7.1.3.	Lønnsvekst, arbeidsledighet, disponibel inntekt og sparing .....	56
7.1.4.	Stagflasjon .....	58
7.1.5.	Befolkningsvekst og økt andel kvinner .....	59
7.1.6.	ESG .....	59
7.1.7.	Krig og usikkerhet .....	60
7.2.	De tre investeringsalternativene i tiden fremover .....	61
7.2.1.	Fond .....	61
7.2.2.	Crowdlending .....	63
7.2.3.	Utleiebolig .....	67
<b>8.</b>	<b>Konklusjon</b>	<b>71</b>
	Referanser .....	73
	Figuroversikt .....	87
	Tabelloversikt .....	88
	Formeloversikt .....	89
	Vedlegg .....	90

# 1. Innledning

I denne utredningen skal vi se på ulike investeringsalternativer for en norsk privatperson. Formålet med analysen er å sammenlikne og vurdere risikojustert avkastning over tid for følgende investeringsalternativer: (i) indeksfond; (ii) crowdlending; (iii) utleiebølig. Oppgaven består av en analyse av de ulike aktivaklassene hver for seg, en sammenligning av risikojustert nettoavkastning de siste 10 årene, samt en fremstilling av ulike faktorer som kan påvirke fremtidig utvikling.

## 1.1. Bakgrunn og problemstilling

I de siste årene observerer vi en økende disponibel realinntekt og en positiv sparerate blant husholdningene (Melsom, 2019). I dag kan privatpersoner investere i alt fra fysiske gjenstander som for eksempel eiendom og kunst, til digitale aktiva som kryptovaluta og NFTs.<sup>1</sup> Den moderne privatinvestor kan velge mellom ulike alternativer som varierer i risiko, forventet avkastning, kompleksitet og tilgjengelighet.

I 2021 hadde 46% av Norges befolkning over 18 år, tilsvarende rundt to millioner nordmenn, penger plassert i aksjefond (Verdipapirfondenes Forening, 2021). Samme år steg et typisk norsk indeksfond med 23% (Sættem, 2022). Terskelen for å investere i fond er lav, siden minstepregningen ofte ikke er mer enn kr. 100. Dette har bidratt til at fond er et investeringsalternativ mange har et forhold til, og en naturlig del av en privat norsk spareportefølje.

Crowdlending er en avart av crowdfunding, som går ut på at flere privatpersoner går sammen om å låne ut penger til en bedrift ved hjelp av en låneplattform på nett. I 2021 hadde de fire største aktørene i markedet et samlet utlånsvolum på over en milliard kroner, sammenlignet med et ikke-eksisterende marked for 10 år siden (Skjelsbæk, 2022). Det er følgelig et nytt tilskudd i finansmarkedet, både som finansieringskilde og som investeringsalternativ. Crowdlending muliggjør utradisjonell lånefinansiering i SMB<sup>2</sup>-markedet, ved at private investorer gir ut lån. Dermed kan små og mellomstore bedrifter anskaffe kapital uten å oppsøke

---

<sup>1</sup> Non-Fungible Tokens = Unikt eierskapsbevis. Et unikt digitalt sertifikat som er lagret på en blokkjede, ofte assosiert med et underliggende digitalt objekt som eksempelvis et bilde, video eller musikk (Øverby, 2022).

<sup>2</sup> Små og mellomstore bedrifter.

konvensjonelle finansieringsinstitusjoner, slik som banker og investeringsbanker, men heller benytte seg av privatpersoner som finansieringskilde. I tillegg muliggjør crowdlending en løpende passiv kontantstrøm for privatinvestorer, uten at det krever store mengder kapital.

I skrivende stund har boligprisene i landet økt med 66% de siste 10 årene, samtidig som at KPI<sup>3</sup> har steget med nesten 25% i samme periode. Dette gir en realvekst i boligprisene på drøyt 40% for denne tiårsperioden. Tilsvarende tall for hovedstaden tilsier en realprisvekst på drøyt 60% (Krogsveen, 2022a; SSB, 2022a). Denne prisveksten, kombinert med løpende leieinntekter og skattefordeler knyttet til både gjeld, ligningsverdi og kostnadsfradrag, gjør det interessant å vurdere utleiebolig som et investeringsobjekt. Eiendom Norge og Eiendomsverdi har utviklet «Sykepleierindeksen» som viser hvor stor andel av omsatte boliger en enslig sykepleier får lånefinansiering til å kjøpe. For andre halvår 2021 var denne andelen på 1,7% i Oslo. Videre legger Norges Eiendomsmeglerforbund frem tall som viser at sekundærbolig nå står for 16,2% av boligmassen i Oslo, noe som er lavere enn tidligere (Samfunnsøkonomisk Analyse, 2022; Eiendom Norge, 2022).

Vi anser de tre investeringsalternativene som relevante når en norsk privatperson skal sette sammen sin spareportefølje. Derfor er det interessant å undersøke disse alternativene nærmere for å få et innblikk i faktorer som kan påvirke de nevnte aktivaklassene i tiden fremover. Vår overordnede problemstilling er derfor som følger:

*Hva kjennetegner indeksfond, crowdlending og utleiebolig fra et privat investeringsperspektiv, og hvilke faktorer kan påvirke avkastningen i disse aktivaklassene fremover?*

## 1.2. Avgrensning

En nylig studie av SPU<sup>4</sup> konkluderer med at oljefondets gjennomsnittlige aktive avkastning ikke er signifikant høyere enn referanseavkastningen (Bauer, Christiansen, & Døskeland, 2022). Siden gjennomsnittet av den norske befolknings aksjeinvesteringer på Oslo Børs vil tilsvare et veldiversifisert norsk indeksfond, velger vi å holde enkeltaksjer og aktivt forvaltede aksjefond utenfor analysen, og tar utgangspunkt i et norsk indeksfond i vår analyse.

---

<sup>3</sup> Konsumprisindeksen beskriver utviklingen i konsumpriser for varer og tjenester etterspurt av private husholdninger bosatt i Norge (SSB, 2022a).

<sup>4</sup> Statens Pensjonsfond Utland = Oljefondet.

Vi begrenser oppgaven til ikke å omfatte ETF<sup>5</sup>er, ETN<sup>6</sup>er, derivater og andre komplekse investeringsobjekter. Dette fordi disse investeringsalternativene ofte ikke er hensiktsmessig å implementere i den gjengse nordmanns portefølje, siden de medfører en høy risiko for feilinvesteringer for den uinformerte (Døskeland, 2014, s. 131). Videre utelukker vi kryptovaluta og andre blokkjedebaserte investeringsobjekter på samme grunnlag.

Vi utelukker også hedgefond og «Private Equity»-investeringer fordi disse investeringsformene gjerne er unoterte, har høye inngangsbarrierer, og er følgelig ikke tilgjengelig for allmennheten. Avslutningsvis analyserer vi heller ikke obligasjoner og rentefond i denne oppgaven, og vi holder også pensjonssparing utenfor. Oppsummert vil utredningen se på privatinvestorens portefølje av risikable aktiva, avgrenset til investeringsalternativene indeksfond, crowdlending og utleiebolig. Vi avgrenser oss til det norske markedet i tidsperioden 01.01.2012 til 31.12.2021.

### 1.3. Struktur

Utredningen består av åtte kapitler, i tillegg til litteraturliste og vedlegg. Første kapittel er et innledende kapittel, hvor vi presenterer problemstillingen og avgrenser oppgaven. Kapittel to legger frem relevant teori som benyttes til å beregne avkastningen til, eller sammenligne, de tre investeringsalternativene. Kapittel tre, fire og fem omhandler henholdsvis fond, crowdlending og utleiebolig. Disse kapitlene starter med å gi en introduksjon til hvert alternativ og markedene de opererer i. Deretter tar vi for oss risiko, kostnader og skatt, før vi beregner nettoavkastningen for aktivaklassene i den avgrensede tidsperioden. Videre sammenligner vi nettoavkastningen til de tre investeringsalternativene i kapittel seks, med og uten belåning, før og etter formuesskatt. Avslutningsvis legger vi frem momenter som kan være relevante for fremtidig avkastning i kapittel syv, før vi presenterer en konklusjon på vår problemstilling i kapittel åtte.

---

<sup>5</sup>Exchange traded funds.

<sup>6</sup>Exchange traded notes.



## 2. Teori og begreper

### 2.1. Avkastning

I forbindelse med beregning av gjennomsnittlig avkastning er det nødvendig å introdusere og forklare noen begreper. Det skiller mellom logaritmisk og enkel avkastning, samt aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt. Logaritmisk avkastning kalles også kontinuerlig forrentet avkastning, og sørger for at det blir tatt høyde for renters rente. Dette forutsetter at man reinvesterer avkastningen på grunnkapitalen, slik at den tillagte avkastningen også forrentes. Dette vil innebære en lognormal fordeling, fordi en verdistigning øker verdien mer enn proporsjonalt på grunn av renters rente. Teoretisk sett defineres logaritmisk avkastning som den naturlige logaritmen til bruttoavkastningen eller den naturlige logaritmen til nettoavkastningen pluss 1, som illustrert i Formel 2.1.1:

$$r_{t+1} = \ln(1 + R_{t+1}) = \ln\left(\frac{P_{t+1} + D_{t+1}}{P_t}\right)$$

*Formel 2.1.1: Logaritmisk avkastning*

Vi betegner den logaritmiske avkastningen ved  $r_{t+1}$ ,  $P_t$  er prisen for aktivumet i starten av perioden,  $P_{t+1}$  er prisen ved slutten av perioden og  $D_{t+1}$  er utbetalt dividende. Enkel avkastning kan forklares som prisen på slutten av perioden pluss eventuelle løpende inntekter, delt på prisen i starten av perioden, minus 1. Dette avkastningsmålet tar ikke høyde for renters rente-effekten, men er derimot et velegnet mål på porteføljeavkastning i et avgrenset tidsintervall og for fremtidig avkastning. Formelen for enkel avkastning er som følger (Døskeland, 2014, ss. 113-121):

$$R_{t+1} = \frac{P_{t+1} + D_{t+1}}{P_t} - 1$$

*Formel 2.1.2: Enkel avkastning*

Geometrisk gjennomsnitt, eller tidsvektet gjennomsnitt, angir den gjennomsnittlige vekstraten til en investering. I motsetning til aritmetisk gjennomsnitt, der man summerer de ulike avkastningsobservasjonene og deler på antall observasjoner, vil den geometriske avkastningen ta utgangspunkt i avkastningene ganget med hverandre og at man deretter tar n-te-roten av

dette. Videre vil det aritmetiske gjennomsnittet alltid gi et høyere gjennomsnitt enn det geometriske, fordi sistnevnte hensyntar renters rente-effekten (Døskeland, 2014, ss. 113-121).

I denne utredningen vil vi ta utgangspunkt i et enkelt aritmetisk gjennomsnitt ved sammenligning av årlig avkastning i de tre investeringsalternativene. Det er viktig å understreke at vi ikke sammenligner årlig vekstrate (geometrisk gjennomsnitt). Grunnet store ulikheter tilknyttet blant annet kostnader og skattebetaling underveis, finner vi det mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i startverdi og sluttverdi for alle tre alternativene, for deretter å sammenligne årlig avkastning basert på dette. Dette sikrer sammenlignbarhet på tvers av aktivaklassene for den avgrensede tidsperioden.

## 2.2. Standardavvik

Risikoen til en investering uttrykkes ofte gjennom volatiliteten, eller standardavviket. Standardavviket forteller hvor mye avkastningen til en investering avviker fra gjennomsnittet. Med andre ord indikerer standardavviket variasjonen eller svingningene i avkastningen over en gitt periode. Dette innebærer at høye avvik på oppsiden vil resultere i økt risiko ved bruk av standardavvik som mål på risiko, noe som kan anses som en svakhet. Standardavviket beregnes ved å ta kvadratroten av variansen, hvor variansen tilsvarer kvadrerte avvik fra gjennomsnittlig avkastning:

$$Var(R) = \frac{1}{T} \sum_{t=i}^T (R_i - \bar{R})^2$$

*Formel 2.2.1: Formel for varians*

$$SD(R) = \sqrt{Var(R)}$$

*Formel 2.2.2: Formel for standardavvik*

I Formel 2.2.2 tilsvarer  $T$  perioden med avkastningshistorikk,  $\frac{1}{T}$  tilsvarer vekten av hver observasjon i perioden,  $R$  og  $\bar{R}$  er henholdsvis observert avkastning for en gitt periode og gjennomsnittlig avkastning (Døskeland, 2014, s. 74).

## 2.3. Risikofri rente

PWC har nylig gjennomført en undersøkelse blant institusjonelle investorer av risikopremien i det norske markedet. Risikopremien er den meravkastningen en investor krever for å påta seg risiko utover den risikofrie renten. Her finner de at en 10-årig statsobligasjon er det vanligste å benytte som mål på risikofri rente (PWC, 2021). Alternativt kan det hevdes at innskuddsrenten på en høyrentekonto er en referanse for risikofri avkastning for privatpersoner. Utfordringen med innskuddsrenten og kontosparing, er hvorvidt det kan påstås å være risikofritt. Bankenes Sikringsfond garanterer for innskudd på inntil to millioner kroner per kunde per bank, og reduserer følgelig mye av risikoen knyttet til eventuelle bankkriser (Bankenes Sikringsfond, u.d.). Et annet risikoaspekt ved bankinnskudd knytter seg til de makroøkonomiske fremtidsutsiktene. I motsetning til 10-årige statsobligasjoner, vil ikke bankinnskudd gi et forhåndsbestemt beløp om 10 år, siden dette vil avhenge av renteutviklingen i den aktuelle tidsperioden.

Et tredje alternativ er skjermingsrenten. Skjermingsrenten skal representere den alternative avkastningen en kunne oppnådd ved å plassere penger i risikofrie investeringsalternativer, og kan følgelig anses som et mål på en risikofri rente. Formålet med skjermingsfradraget er derfor å sikre finansieringsnøytralitet ved at risikofrie alternativer ikke skattlegges (Nordnet, 2022a). Den årlige skjermingsrenten beregnes ved å ta det aritmetiske gjennomsnittet av 3-måneders statskasseveksler, såkalte korte statsobligasjoner, fra Norges Bank. Deretter skal det tillegges 0,5 prosentpoeng, nedjusteres med alminnelig skattesats og avrundes til nærmeste tiendedels prosentpoeng. Eksempelvis var gjennomsnittsrenten for 3-måneders statskasseveksler for 2021 på 0,14% og alminnelig skattesats på 22%. Dette gir en skjermingsrente på 0,5% for 2021 (Skatteetaten, u.d.a).

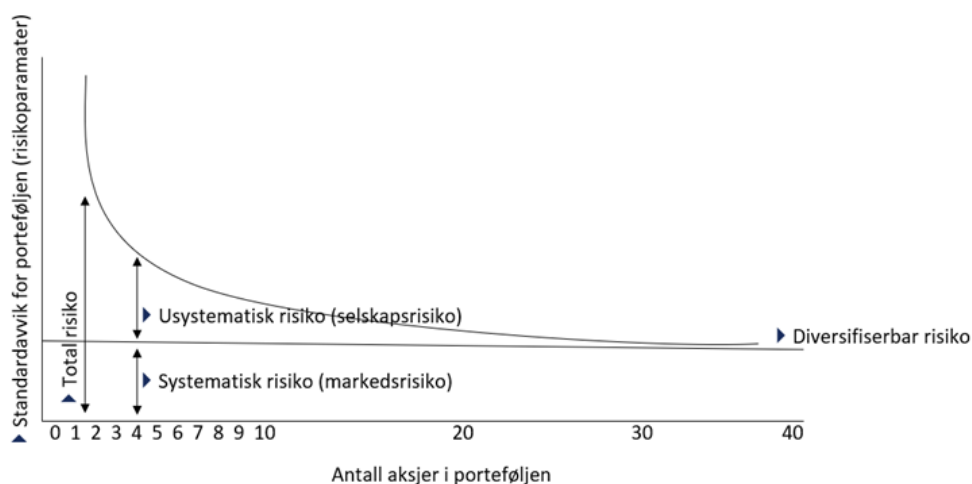
Vi anser skjermingsrenten som mest egnet som referanse for risikofri rente. Skjermingsrenten har som formål å representere avkastningen i risikofrie alternativer for privatpersoner, og tar utgangspunkt i statskasseveksler. Siden statsobligasjoner er mest relevant for profesjonelle aktører, og det kan stilles spørsmål til om bankinnskudd er å anse som risikofritt, mener vi skjermingsrenten er mer relevant i vår kontekst. Ved å ta det aritmetiske gjennomsnittet av

skjermingsrenten for den aktuelle perioden får vi 0,80%, som vil være vår årlige risikofrie rente.<sup>7</sup>

## 2.4. Risiko

For å redusere porteføljens totalrisiko kan investoren diversifisere sine investeringer, noe som innebærer å spre kapitalen mellom eksempelvis ulike aktivaklasser, industrier, markeder eller land. Investorens totalrisiko vil være summen av systematisk og usystematisk risiko i porteføljen, hvorav sistnevnte kan reduseres gjennom diversifisering.

Systematisk risiko, eller markedsrisiko, er en type risiko investoren ikke kan redusere gjennom diversifisering. Eksempler på dette kan være renteendringer, politiske inngrep, finanskriser, pandemier eller krig. En slik risiko rammer markedet som en helhet, grunnet samvariasjon mellom alle aktiva i porteføljen (Døskeland, 2014, s. 170). Usystematisk risiko, eller selskapsrisiko, er på sin side risiko som knytter seg til hvert enkelt aktivum. Eksempler på dette kan være usikkerhet knyttet til ledelsen av et selskap, likviditetsproblemer, soliditetsrisiko eller operasjonell risiko. Ved å inkludere flere aktiva kan investoren redusere porteføljens usystematiske risiko. I Figur 2.4.1 er diversifisering illustrert ved å se på effekten av å inkludere flere aksjer i en aksjeportefølje:



Figur 2.4.1: Diversifisering, systematisk og usystematisk risiko (Pareto Securities, u.d.)

<sup>7</sup> Se Vedlegg 1 for beregning av skjermingsrenten. Renten er et aritmetisk gjennomsnitt av årlig skjermingsrente i perioden 2012 – 2021. Tallene er hentet fra Skatteetaten (Skatteetaten, u.d.a).

Vi ser av figuren over at den usystematiske risikoen reduseres med antall aksjer i porteføljen, mens den systematiske risikoen er konstant. Hvis vi antar at vi investerer like mye i hver aksje i porteføljen, kan porteføljens totalrisiko uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Std}(R_P) = \sqrt{\frac{1}{N}\overline{Var} + \left(1 - \frac{1}{N}\right)\overline{Cov}}$$

Formel 2.4.1: Totalrisiko i en portefølje

$\overline{Var}$  er porteføljens gjennomsnittlige varians, og  $\overline{Cov}$  er gjennomsnittlige kovarians mellom aksjene i porteføljen. Vi ser av formelen at når antall aksjer går mot uendelig, vil porteføljens totalrisiko gå mot  $\sqrt{\overline{Cov}}$ , som vil representere porteføljens systematiske risiko. Med andre ord vil totalrisikoen til en veldiversifisert portefølje stamme fra samvariasjon mellom aksjene i porteføljen. Diversifiseringseffekten er her forklart med utgangspunkt i en aksjeportefølje. Det er verdt å merke seg at samme teori er overførbar til andre aktivaklasser, eller på tvers av aktivaklasser. Videre er den marginale diversifiseringseffekten avtakende i antall aktiva i porteføljen. Normalt sier man at en portefølje bestående av 10-15 aktiva er å anse som en veldiversifisert portefølje, ettersom diversifiseringseffekten av å inkludere flere vil være lav (Døskeland, 2014, ss. 169-171).

## 2.5. Sharpe-rate

Et velkjent mål på risikojustert avkastning, er Sharpe-rate. Den viser gjennomsnittlig avkastning utover en risikofri rente, relativt til standardavviket. Med andre ord sier dette måltallet noe om gevinst per enhet risiko (Døskeland, 2014, s. 176). Ved å beregne Sharpe-rate til ulike investeringsalternativer isolert sett, kan man sammenligne deres risikojusterte avkastning over en gitt tidsperiode. Sharpe-rate er gitt ved følgende formel:

$$S_P = \frac{E(R_T) - R_F}{\sigma_T}$$

Formel 2.5.1: Sharpe-rate

Hvor  $E(R_T)$  er forventet avkastning, eller snittavkastning hvis vi ser på observerte verdier,  $R_F$  er risikofri rente og  $\sigma_T$  er standardavviket. En investor vil ønske en så høy Sharpe-rate som

mulig, da dette innebærer en høy avkastning relativt til risikoen som tas. Generelt sett kan man hevde at en Sharpe-rate på over 1 vil innebære en relativ god risikojustert avkastning, da dette antyder at investeringen gir meravkastning i forhold til volatiliteten (Fernando, 2022). Verdien av måltallet kommer til sin rett som sammenligningsgrunnlag, siden man kan undersøke hvilket aktivum som gir høyest avkastning til en gitt risiko. Vi vil derfor benytte Sharpe-rate til å sammenligne de tre utvalgte investeringsalternativene i denne utredningen. Det er verdt å merke seg at Sharpe-rate innehar visse svakheter, for eksempel antakelsen om at avkastningen er normalfordelt. Dette er noe vi går nærmere inn på senere i utredningen.

## 2.6. Brekkstangformelen

En investering finansieres normalt ved hjelp av egenkapital eller gjeld. Dersom en investering er lånefinansiert, vil forventet avkastning på egenkapitalen svinge mer enn hvis investeringen kun er egenkapitalfinansiert. For å vise sammenhengen mellom belåningsgrad og avkastningen på egenkapitalen, benyttes gjerne brekkstangformelen:

$$R_{EK} = R_{TK} + \frac{D}{EK} (R_{TK} - R_D)$$

*Formel 2.6.1: Brekkstangformelen*

Hvor  $R_{EK}$  tilsvarer egenkapitalavkastningen,  $R_{TK}$  tilsvarer totalavkastningen og  $R_D$  er gjennomsnittlig gjeldsrente.  $D$  og  $EK$  er henholdsvis gjeld og egenkapital. Av formelen ser vi at avkastningen på egenkapitalen drives av totalavkastningen og effekten av belåning (giring). Hvis totalavkastningen er høyere enn gjeldsrenten, vil avkastningen på egenkapitalen øke desto høyere gjeldsgraden er. Det er viktig å merke seg at denne effekten går begge veier, noe som innebærer at jo høyere gjeldsgraden er, jo større vil tapet på egenkapitalen bli dersom gjeldsrenten er høyere enn totalavkastningen. Med andre ord øker volatiliteten og risikoen med gjeldsgraden (Døskeland, 2014, ss. 75-76).

## 3. Fond

### 3.1. Introduksjon til fond

Et av verdens første aksjefond, som for øvrig fremdeles eksisterer, så dagens lys i Boston i 1924.<sup>8</sup> Siden den gang har antall aksjefond på markedet steget til drøyt 125 000 fond i 2020 (Statista, 2021). Et fond er en kollektiv investering der mange sparere går sammen om å plassere sine midler (Døskeland, 2014, s. 90). Rentefond, kombinasjonsfond og aksjefond faller alle inn under denne definisjonen. Investorer kan derfor oppnå en diversifiseringseffekt selv med lite kapital, og følgelig få skalafordeler ved å slå seg sammen med andre i stedet for å investere alene.

Et rentefond er et fond som er investert i rentepapirer, slik som eksempelvis obligasjoner og rentesertifikater. Videre er et aksjefond et verdipapirfond hvorav minst 80% av fondets kapital er investert i aksjemarkedet. Et kombinasjonsfond er følgelig en kombinasjon av aksje- og rentefond (Verdipapirfondenes Forening, u.d.a).

Det skilles mellom passivt og aktivt forvaltede fond, der et aktivt forvaltet fond har som mål å slå en referanseindeks. Et passivt forvaltet fond har derimot ikke som mål å oppnå meravkastning, men å følge en referanseindeks. Dette gjør også at forvalteren slipper å aktivt vurdere hvilke aksjer som skal kjøpes og selges, og det påløper dermed mindre forvaltningskostnader enn for et aktivt forvaltet fond. Slike fond kalles indeksfond, og følger verdiutviklingen i et referansemarked så nært og billig som mulig (KLP, u.d.).

### 3.2. Valg av Fond

Norge er i global kontekst å anse som en liten, åpen økonomi som i stor grad påvirkes av den økonomiske utviklingen internasjonalt. Likevel er det noen strukturelle forskjeller mellom det norske og det globale aksjemarkedet, som gjenspeiles i Figur 3.2.1. Eksempelvis er det norske markedet i stor grad eksponert mot laks og olje- og gassektoren, noe som gjør et norsk indeksfond mer sensitivt for svingninger i lakse- og energimarkedet.

---

<sup>8</sup>Massachusetts Financial Services (MFS) - Massachusetts Investors' Trust (MITTX) (McWhinney, 2022).

Figur 3.2.1 viser hvilke sektorer KLP AksjeGlobal Indeks og KLP AksjeNorge Indeks består av. Det fremgår at teknologi dominerer verdensbørsene, og de tre største beholdningene i førstnevnte fond er Apple, Microsoft og Amazon. Amerikanske selskaper utgjør i underkant av 70% av KLP AksjeGlobal Indeks, og neste på lista er Eurosonen og Japan med henholdsvis 9% og 6,5%. Dette viser at fondet er svært tiltet mot det amerikanske markedet, noe som illustrerer USAs viktige rolle i verdensøkonomien. KLP AksjeNorge Indeks er derimot relativt «energitung», og de tre største beholdningene er Equinor, DNB og Telenor som utgjør henholdsvis 17%, 12% og 5,5% i skrivende stund. Indeksfondet består av totalt 68 aksjeposter, primært selskaper på Oslo Børs, men også noen norske selskaper listet på andre børser (Morningstar, 2022).

Topp 5 sektorer	%	Topp 5 sektorer	%
 Teknologi	20,98	 Energi	22,26
 Finansiell tjenesteyting	15,44	 Finansiell tjenesteyting	19,41
 Helsetjenester	12,77	 Defensivt konsum	15,42
 Syklisk konsum	11,25	 Materialer	12,04
 Industri	9,89	 Industri	11,45

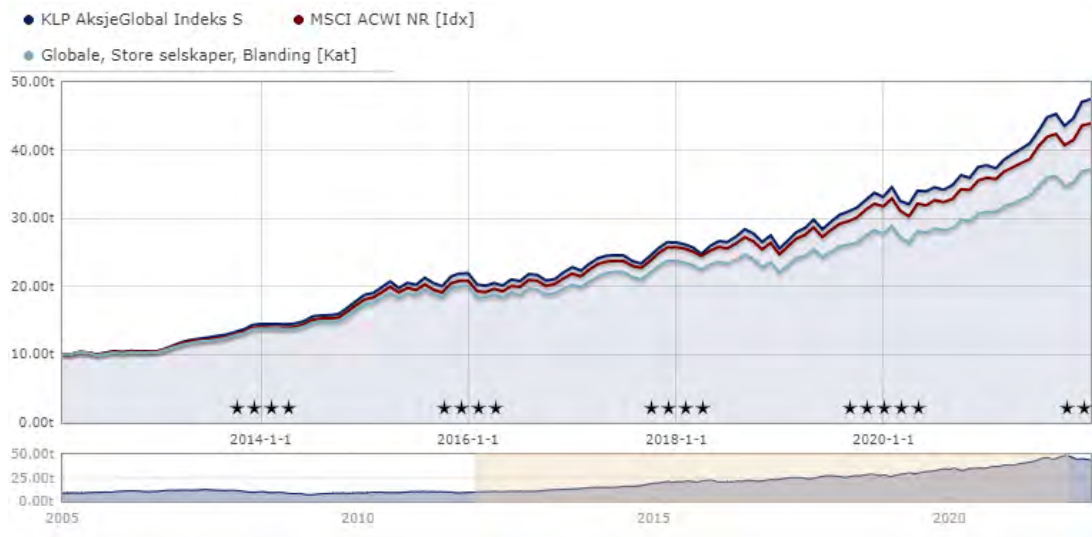
Figur 3.2.1: KLP AksjeGlobal Indeks (t.v.) og KLP AksjeNorge Indeks (Morningstar, 2022a; Morningstar, 2022b)

KLP AksjeNorge Indeks har en gjennomsnittlig logavkastning (vekstrate) på 11,95% og et standardavvik på 8,72% de siste 10 årene. Til sammenligning har KLP Global Indeks en gjennomsnittlig avkastning i samme periode på 17,16% og et standardavvik på 12,89% (KLP, 2022a; KLP, 2022b). Noe av denne forskjellen kan forklares ved at veksten på Oslo Børs kan ha blitt bremsset av en lav oljepris i perioden, og en kraftig vekst i teknologisektoren som har bidratt til en høy avkastning på den teknologitunge verdensindeksen.

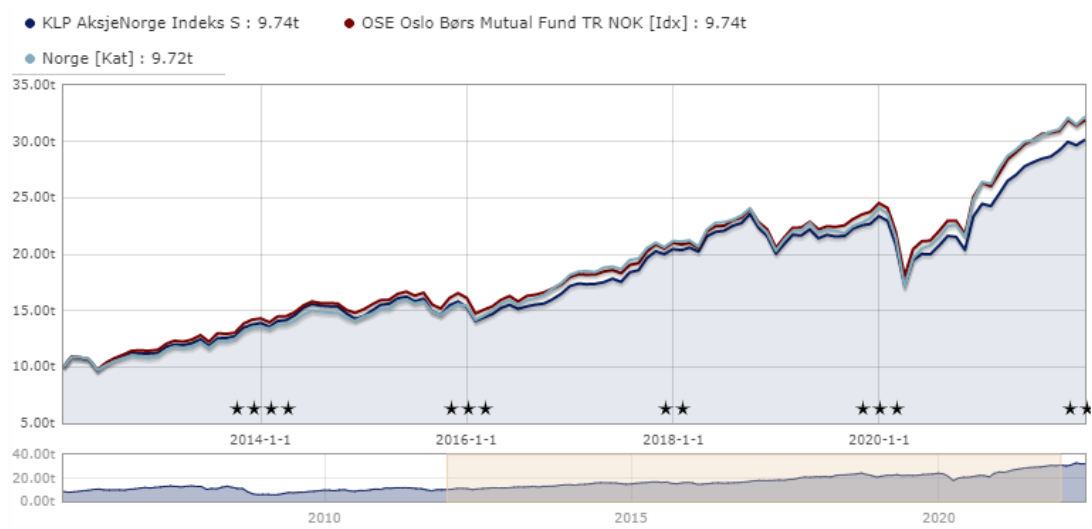
Figur 3.2.2 og Figur 3.2.3 illustrerer avkastningen til de to KLP-fondene opp mot en referanseindeks. Ifølge KLP brukte de tidligere en egen referanseindeks for KLP AksjeGlobal Indeks, men gikk i 2019 over til den standardiserte indeksen «MSCI World Index Developed Markets NOK». I Figur 3.2.2 vises KLP AksjeGlobal Indeks opp mot «MSCI ACWI Index USD» i norske kroner, som følger «MSCI World Index Developed Markets NOK» tett. Det er imidlertid verdt å merke seg at «MSCI ACWI Index USD» også består av «MSCI Emerging Markets Index», og at indeksene følgelig vil avvike noe på grunn av dette. Likevel kan man se en tydelig korrelasjon mellom fondet og referanseindeksen. KLP AksjeNorge Indeks



anvender OSEBX som sin referanseindeks, og også her (Figur 3.2.3) kan man se at det er lite avvik mellom fondet og referanseindeksen.



Figur 3.2.2: KLP AksjeGlobal Indeks og MSCI ACWI, 2012-2021 (Morningstar, u.d.a)



Figur 3.2.3: KLP AksjeNorge Indeks og OSE Oslo Børs Mutual Fund TR (NOK), 2012-2021 (Morningstar, u.d.b).

Denne utredningen tar utgangspunkt i KLP AksjeNorge Indeks, fordi fondet i større grad enn KLP AksjeGlobal Indeks kan sammenlignes med crowdlending til norske bedrifter og eiendomsinvesteringer i det norske markedet. Videre er KLP AksjeNorge Indeks et av de norske indeksfondene med lavest forvaltningskostnader, og vil stille sterkt når en profittmaksimerende investor skal velge et indeksfond. De tre aktivaklassene forholder seg til en viss grad til den samme systematiske risikoen gjennom konjunkturer i den norske makroøkonomien. Investoren vil sannsynligvis kunne oppnå gevinster ved internasjonal diversifisering, gjennom å spre risikoen i det globale markedet. Likevel velger vi å ta

utgangspunkt i KLP AksjeNorge Indeks, selv om en slik favorisering av verdipapirer i hjemlandet («Home Bias») kan gå på bekostning av diversifiseringen (Bergundhaugen & Fearnley, 2004). Vi mener at sammenligningsargumentet bør veie tyngst, og valget faller derfor på et norsk indeksfond.

### 3.3. Risiko ved fond

I fond er gjerne risiko forbundet med volatilitet, altså hvor mye fondets avkastning svinger. Et fond med høy risiko vil typisk svinge mye, men forventet avkastning vil være høyere over tid. Dette er mye av grunnen til at eksempelvis fondstilbydere anbefaler at sparing i aksjefond bør ha et langsiktig perspektiv, fordi det reduserer sannsynligheten for tap grunnet kortsiktige svingninger (DNB, u.d.). Rentefond forbindes med lav risiko, fordi verdien på fondsandelene svinger lite over tid. Risikoen øker gjerne med aksjeandelen, slik at kombinasjonsfond har høyere risiko enn rentefond, mens aksjefond har høyest risiko.

For å vurdere og sammenligne risikoen mellom ulike fond, kan investoren benytte seg av fondenes risikoklassifisering. Her er hvert enkelt fond rangert på en skala fra 1 til 7, hvor 1 representerer lavest risiko og 7 høyest risiko. I figuren under ser vi risikoklassifiseringen til KLP AksjeNorge Indeks, hentet fra fondets nøkkelinformasjonsdokument:



Figur 3.3.1: Risikoklassifisering KLP AksjeNorge Indeks (KLP, 2022c)

Risikoklassifiseringen rangerer fondene ut ifra hvor mye historisk avkastning har svingt de siste 5 årene, målt ved standardavviket. Denne risikoklassifisering betyr at et fond som er rangert som 6 i klassifiseringen vil ha et standardavvik som i 68% av årene vil havne i intervallet mellom 15% og 25% (Morningstar, 2021). Fondets risikoklasse kan således benyttes til å danne seg et bilde av hvor mye man kan forvente at fondet vil svinge fremover.

Rentefond plasseres i nedre del av skalaen, mens aksjefond ofte havner i øvre del. Vi ser at KLP AksjeNorge Indeks har en risikoklassifisering på 6, mens KLP AksjeGlobal Indeks har en risikoklassifisering på 5. Dette kan forklares ved at globale indeksfond gjerne er mer

diversifiserte enn nasjonale indeksfond, og anses følgelig som mindre risikable. Bransjefond, fond som investerer minimum 80% i en bestemt bransje, vil typisk være de minst diversifiserte fondene, og vil derfor ofte bli tildelt høyest risikoklassifisering. KLP AksjeNorge Indeks vil være eksponert mot globale systematiske risikofaktorer som eksemplifisert i Kapittel 2.4. I tillegg, siden fondet er investert i norske selskaper, vil det medføre høyere eksponering mot markedsspesifikke risikofaktorer for det norske aksjemarkedet, som for eksempel energipriser.

### 3.4. Kostnader ved fond

En vanlig kostnadsmodell for fondstilbydere er å ta et fast årlig forvaltningshonorar. Dette honoraret er forvaltningsselskapets kompensasjon for forvaltning av fondet, og oppgis som en årlig prosentsats. Dette forvaltningshonoraret belastes imidlertid investorens fondsbeholdning daglig, slik at  $1/365$  av prosentsatsen trekkes hver dag. Slik sikrer forvaltningsselskapet løpende inntekter av sine fondskunder ved at fondskundene betaler en daglig kostnad for å eie andeler i fondet (Nordnet, 2022b; Verdipapirfondenes Forening, u.d.b).

Videre er det vanlig å ta et variabelt honorar, et såkalt suksesshonorar. Et suksesshonorar, også kalt plattformhonorar, er en kostnad som påløper dersom forvalteren av fondet oppnår suksess i form av å levere en meravkastning relativt til referanseindeksen. Suksesshonorarer kan skape et insentiv for fondstilbyderen til å oppnå en høyere meravkastning, men fondskunden bør være klar over at kostnadene øker desto høyere avkastningen blir. Noen aksjefond har også engangskostnader i forbindelse med tegning og innløsning av fondsandeler, såkalte tegnings- og innløsningsgebyrer, som kan sammenlignes med kurtasje for enkeltaksjer.

Som tidligere påpekt, krever et aktivt forvaltet fond mer arbeid fra en fondsforvalter, og har følgelig høyere forvaltningshonorarer enn et passivt forvaltet fond. Eksempelvis har DNB Teknologi A, det mest besøkte fondet på Morningstar.no, et fast forvaltningshonorar på 1,20% (Greiner, Topp 10 fond i 2021, 2022; Morningstar, 2022c). DNB tilbyr også en løsning med suksesshonorar på det samme fondet, hvor det årlige forvaltningshonorarer tilsvare 0,85% og plattformhonoraret utgjør 0,30%, totalt 1,15% (Morningstar, 2022d).

På den annen side, har de to passivt forvaltede KLP-fondene nevnt i Kapittel 3.2, et fast årlig forvaltningshonorar på 0,10%. Forskjellen mellom kostnadsnivået på eksempelvis DNB Teknologi og de to indeksfondene illustrerer forvalternes kompensasjon for å tilstrebe å skape

meravkastning, sett vekk fra eventuelle forskjeller i kostnadsmodellen til de to fondstilbyderne.

### 3.5. Skatt ved fond

En aksjesparekonto, heretter ASK, gir private investorer en fordel gjennom at man kan kjøpe, selge og bytte aksjer og aksjefondsandeler innad i kontoen uten å måtte betale skatt. På denne måten kan private investorer opparbeide seg en skattefordel, ved at skatten utsettes til gevinsten realiseres i det pengene tas ut av ASK. Man kan når som helst gjøre uttak opp til investert beløp (pluss skjermingsfradrag) uten at det utløser skatt. For å benytte seg av skattefradrag for tap, må ASK avsluttes (Skatteetaten, u.d.b).

Videre beregnes det et skjermingsfradrag knyttet til ASK under ett, som vil kunne trekkes fra beskatningen i det gevinsten realiseres. Skjermingsfradraget beregnes ut ifra samlet innskudd på ASK, noe som gjør det mulig å benytte skjermingsfradraget på tvers av verdipapirer. Skjermingsfradraget er investert beløp multiplisert med skjermingsrenten, og viser hvor mye av opptjent gevinst eller mottatt utbytte investoren kan motta skattefritt. Skjermingsfradraget reduserer derfor skatten på inntekter fra verdipapirer, og tar utgangspunkt i inngangsverdien og ubenyttet skjermingsfradrag fra tidligere år. Dette er en skattemessig fordel ved fondssparing gjennom ASK (Skatteetaten, u.d.b).

Privatpersoner vil ved investering gjennom ASK nyte godt av flere av fordelene man tidligere måtte ha et AS for å få, uten å måtte betale hverken selskapsskatt eller andre kostnader knyttet til å drifte et AS. Insentivet for å opprette et investeringsselskap er følgelig svekket etter ASK gjorde sitt inntog i 2019 (Skatteetaten, u.d.b). Gevinsten ved realisasjon er skattepliktig etter fradrag for skjerming med 35,20% for aksjefond i 2022. Dette tilsvarer skattesatsen på alminnelig inntekt på 22%, multiplisert med oppjusteringsfaktoren på 1,6. I 2021 var kapitalskattesatsen på 31,68%, som med en uendret skattesats på alminnelig inntekt innebærer en oppjusteringsfaktor på 1,44 (Regjeringen, 2022a).

### 3.6. Nettoavkastning i fond

Ved å ta utgangspunkt i startkursen for fondet 01.01.2012 og sluttkursen den 31.12.2012, får vi en total periodeavkastning på omtrent 209%. Alternativt kan man ta det årlige geometriske

gjennomsnittet på 11,95% fratrukket forvaltningshonorar og opphøye dette i antall år i perioden, og få samme periodeavkastning. Med andre ord vil 1 million kroner investert i KLP AksjeNorge Indeks den 01.01.2012 resultert i en verdi på 3,09 millioner per 31.12.2021. Forutsatt ingen øvrige kjøp eller salg i perioden, tilsvarer dette en nettogevinst på 2,09 millioner før skatt (Se Tabell 3.6.1). Tallene brukt i avkastningsberegningen er hentet fra KLP sine nettsider (Morningstar, 2022). Med en gjennomsnittlig skjermingsrente på 0,8%, får vi en skjermingsrente for tiårsperioden på 8%. Av 1 million investert (skjermingsgrunnlag) blir skjermingsfradraget dermed kr. 80 000. Videre vil skattegrunnlaget tilsvare avkastningen minus skjermingsfradraget. Skattereglene i 2021 innebar en skattesats på 22% og en oppjusteringsfaktor på 1,44, tilsvarende en effektiv skattesats på 31,68%. Det gir følgende nettoavkastning:

<b>Nettoavkastning, Fond</b>	
Investert beløp	kr 1 000 000
Nettoavkastning før skatt	kr 2 091 225
Nettoavkastning før skatt (%)	209%
Samlet skjermingsfradrag	kr 80 000
Effektiv skatt (%)	31,68%
Skattekostnad	kr 637 156
Nettoavkastning etter skatt	kr 1 454 069
Nettoavkastning etter skatt (%)	145,41%
<b>Årlig nettoavkastning (%)</b>	<b>14,54%</b>

Tabell 3.6.1: Nettoavkastning i KLP AksjeNorge Indeks, 2012-2021

Oppsummert vil en investor som plasserte kr. 1 000 000 den 01.01.2012 i KLP AksjeNorge Indeks sitte igjen med kr. 2 454 069 den 31.12.2021. Dette tilsvarer en nettogevinst etter gebyrer og gevinstbeskatning på kr. 1 454 069, eller et årlig gjennomsnitt på 14,54%. Det er verdt å merke seg at dette er det årlige aritmetiske gjennomsnittet av periodeavkastningen, og ikke den årlige vekstraten. Standardavviket i perioden er på 8,72%. Hvis vi legger til grunn vår risikofrie rente på 0,8%, kan vi beregne Sharpe-raten for perioden:

$$S_P = \frac{14,54\% - 0,8\%}{8,72\%} = 1,58$$

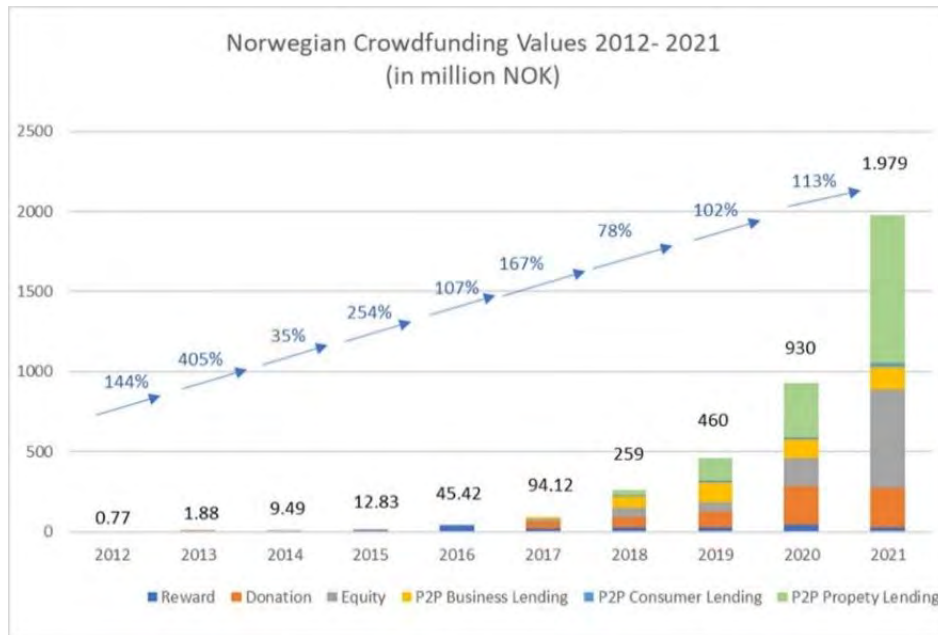
Formel 3.6.1: Sharpe-rate for KLP AksjeNorge Indeks

## 4. Crowdlending

### 4.1. Introduksjon til crowdlending

Crowdlending går ut på at flere privatpersoner går sammen for å låne ut penger til en bedrift ved hjelp av en låneplattform på nett. Finansieringsformen crowdlending, også omtalt som «peer-to-peer lending», ble først introdusert i Storbritannia av selskapet Zopa i 2005. Like etter introduserte Prosper og LendingClub det amerikanske markedet for crowdlending (Kilmann, 2021). I Norge ble den første crowdlendingplattformen lansert av Kameo i 2017, før selskaper som FundingPartner og Monio (tidligere Monner) kom til i 2018 (Weldeghebriel, 2018a; Weldeghebriel, 2018b; E24, 2021). Siden den gang har markedet vokst, og flere crowdlendingplattformer har kommet til. Momenter som eksempelvis uklarheter i regelverket rundt folkefinansiering og et allerede velfungerende kapitalmarked trekkes frem som årsaker til at crowdlending ble introdusert relativt sent i Norge, sammenlignet med flere andre land (NOU 2018: 5, 2018, s. 88).

Crowdlending er en variant av crowdfunding, som på sin side deles inn i fire typer: lånebasert (crowdlending), egenkapitalbasert, donasjonsbasert og belønningsbasert. I Norge er de to førstnevnte typene mest utbredt og sto i 2021 for 86% av det totale volumet i crowdfundingmarkedet. Av dette sto crowdlending for 55% av det totale volumet, og er følgelig den største varianten av crowdfunding i Norge. Det skilles mellom crowdlending til eiendoms lån, bedriftslån og konsumentlån. Av disse er volumet størst innenfor eiendoms lån, som sto for 85% av alle crowdlendinglån i 2021 (UiA Crowdfunding Research Center, 2022).



Figur 4.1.1: Volumutvikling (UiA Crowdfunding Research Center, 2022)

I Figur 4.1.1 ser vi at volumet i totalmarkedet for crowdfunding steget kraftig de siste 10 årene. Mye av dette kan relateres til introduksjonen av crowdlending mot slutten av 2017. Vi observerer også en vesentlig økning av egenkapitalbasert crowdfunding, som i 2021 sto for ca. 31% av det totale volumet (UiA Crowdfunding Research Center, 2022). I henhold til finansforetaksforskriften (2017, §2-18), kan en privatinvestor maksimalt låne ut kr. 1 000 000 innenfor samme kalenderår på tvers av alle crowdlendingplattformer. Dette fordi det kreves konsesjon som finansieringsforetak for å låne ut et høyere beløp.

En vesentlig forskjell på crowdlending og øvrige typer innen crowdfunding, er at crowdlending er lånefinansiering til bedriften, mens egenkapitalbasert crowdfunding er egenkapitalfinansiering eller donasjon- og belønningsbasert. De to sistnevnte kan ikke regnes som rene investeringer, siden motivasjonen for å investere i den typen crowdfunding ikke er å maksimere risikojustert avkastning, men å bidra til veldedighet eller andre allmenntilgode formål. Egenkapitalfinansiert crowdfunding holdes utenfor denne analysen.

## 4.2. Risiko ved crowdlending

Långivere plasseres lengre frem i tilbakebetalingskøen enn aksjonærer ved en eventuell konkurs, noe som innebærer en lavere risiko for långivere enn for aksjonærer. Som regel er lånene som utstedes sikret, som vil si at låntaker stiller pant i et formuesobjekt som for

eksempel en eiendom, varelager eller kundefordringer. Som nevnt var 85% av alle lån i 2021 eiendomslån. Eiendom anses gjerne som et godt panteobjekt, fordi risikoen for at en eiendom blir verdiløs er lav. Denne panten fungerer som en garanti for långiverne ved mislighold. Monio vurderer for eksempel et lån som vesentlig misligholdt dersom det foreligger en forsinkelse på mer enn 1 måned og 5 dager på en terminbetaling, samt 5 dager forsinkelse på neste terminbetaling. Lånet regnes også som vesentlig misligholdt dersom låntaker bryter sine forpliktelser, oppgir uriktige eller mangelfulle opplysninger, det åpnes konkurs hos låntaker eller virksomheten innstilles (Hafstad, u.d.a).

Ved vesentlig mislighold vil lånet forfalle umiddelbart, den eksisterende nedbetalingsplanen vil endres, og det resterende lånebeløpet vil måtte betales på én termin der de utestående avdragene og eventuelle forsinkelsesrenter skal betales. Dersom dette ikke betales innen 14 dager vil kravet meldes til inkasso for å inndrive det utestående beløpet. Inkassoselskapet kontakter så låntaker og oppfordrer til å betale. Dersom låntaker ikke følger oppfordringen, vil inkassoselskapet involvere namsmannen og rettsvesenet, slik at det blir en rettslig inndrivelse av midlene. Namsmannen har myndighet til å tvangsinn drive kravet eller gjennomføre tvangssalg, og det er her sikkerheten, i form av pant, gjør seg gjeldende. Desto større sikkerhet låntaker stiller i form av pant, desto mer får låntaker dekket ved et eventuelt mislighold. Crowdlendingplattformene tilbyr også usikrede lån, noe som reflekteres i en høyere rente som kompensasjon for investorens risiko.

De ulike plattformene foretar egne risikovurderinger av selskapene som søker lån. Ifølge Geir Atle Bore, gründer og daglig leder i FundingPartner, blir deres lånesøkere vurdert på 37 kvantitative og kvalitative variabler (Bore, 2019). Videre følges låntagere opp kvartalsvis, eller oftere ved behov. I tillegg innhenter plattformene kredittvurderinger av eksterne tredjeparter. Analysen og kredittvurderinger offentliggjøres på plattformen, slik at investorene selv kan foreta en risikoanalyse av det publiserte lånet.

Renten til hvert lån settes av de ulike plattformen, og er basert på deres risikoanalyse. Plattformene plasserer lånene i ulike risikoklasser. Eksempelvis rangerer Kameo lånene i 5 ulike risikoklasser fra A til E, som illustrert under:



Risikoklasse	Minimumsrente	Forventet kredittap
A	5%	0,0-0,2%
B	6%	0,3-0,8%
C	8%	0,9-1,3%
D	11%	1,4-1,9%
E	13%	2,0-3,5%

Tabell 4.2.1: Risikoklasser, minimumsrente og forventet kredittap (Kameo, 2022a)

Minimumsrenten er den laveste renten man normalt finner i hver risikoklasse, og skal korrespondere med forventet kredittap. Det forventede kredittapet reflekterer sannsynligheten for at selskapet som søker lån får betalingsproblemer eller går konkurs. Denne sannsynligheten betegnes som «Probability of Default (*PD*)» og er basert på historisk data for mislighold. Et annet relevant begrep i beregningen av forventet kredittap er «Loss Given Default (*LGD*)». Dette angir hvor mye investoren kan forvente å tape dersom et lån blir kategorisert som misligholdt. Ifølge Monio, ligger det historiske gjennomsnittet til *LGD* på 30%. Investorens forventede kredittap blir følgelig sannsynligheten for mislighold multiplisert med forventet tap ved mislighold (Magan, 2022).

$$\text{Forventet kredittap} = PD * LGD$$

Formel 4.2.1: Forventet kredittap

Det skilles mellom misligholdte lån og konstaterte tap. Dersom et lån kategoriseres som konstatert tapt, er tapet realisert og utestående lån vil ikke bli tilbakebetalt. Monio viser til at deres konstaterte tap ligger på under 0,4%, mens Kameo viser til 0,18% (Monio, 2022a; Kameo, 2022b). FundingPartner viser på sin side til en volumsvektet tapsrate på 0,34% (FundingPartner, 2022a). Det konstaterte tapet beregnes ved å dele det totale tapet på totalt utlånsvolum:

$$\text{Konstatert tap} = \frac{\text{Totale tap}}{\text{Totale utlån}}$$

Formel 4.2.2: Konstatert tap

Den største forskjellen mellom de to nevnte tapene, er at det forventede kredittapet er en teoretisk, fremoverskuende beregning, mens det konstaterte tapet baseres på faktiske tall og kan benyttes til historisk beregning. Sistnevnte legges til grunn i denne utredningen for å si noe om historisk avkastning og risiko ved crowdlending som investeringsalternativ. Til sammenligning har bankenes konstaterte tap på utlån til bedrifter vært i gjennomsnitt 0,42% i

perioden 2018 til 2021 (Finanstilsynet, 2021a). Dette indikerer at konstaterte tap til bedrifter har ligget på samme nivå i begge markedene, til tross for høyere rente og antatt risiko i crowdlendingmarkedet. En mulig forklaring på det lave konstaterte tapet i crowdlendingmarkedet så langt, kan være knyttet til lånetype og pant. Siden majoriteten av lånene er eiendoms lån, kan panten ha bidratt til å minimere tapene til investorene ved mislighold.

Videre eksisterer det flere risikoelementer ved crowdlending som er vanskeligere å tallfeste. Et eksempel på dette knytter seg til at låntaker innehar mer informasjon enn både investor og crowdlendingplattformen. Slik asymmetrisk informasjon kan lede til adferdsrisiko, som ugunstig utvalg («Adverse Selection») og moralsk risiko («Moral Hazard»). Ugunstig utvalg er når en part fatter en beslutning på et begrenset eller uriktig informasjonsgrunnlag, som igjen leder til et uønsket utfall for en annen part. Eksempelvis kan låntakere sminke regnskap eller holde tilbake relevant informasjon for å få lån. Plattformen innvilger lånet på bakgrunn av informasjonen de har, setter for lav rente, og investoren ender opp med et lån hvor risikoen ikke reflekteres i renten.

Moralsk risiko handler om at en part tar mer risiko fordi vedkommende vet at en annen part bærer konsekvensene, og er også en følge av asymmetrisk informasjon. Eksempelvis vil en opportunistisk låntaker kunne ta på seg risikable prosjekter finansiert av crowdlending, fordi også långiver bærer deler av risikoen. Crowdlendingplattformene bærer ikke selv kredittrisikoen, men det er likevel vesentlig at de kvalitetssikrer låntakerne de formidler for å identifisere og minske den asymmetriske informasjonen og følgelig risikoen långiver påtar seg. Plattformene bærer derfor på sin side en omdømmerisiko, ved at feilaktige risikovurderinger som fører til for lave renter eller en høyere andel konstaterte tap, kan føre til at investorene ser til andre plattformer.

Et annet risikomoment investoren står overfor i forbindelse med crowdlending, knytter seg til likviditetsrisiko. For de fleste vil alternativkostnad gjøre seg gjeldende, ved at private investeringsvalg ofte er gjensidig utelukkende som følge av at tilgangen på kapital er begrenset. Ved å investere i crowdlending binder man opp kapital for en bestemt tidsperiode, som heller kunne vært plassert i andre investeringer. Dette kan skape utfordringer dersom det oppstår et umiddelbart kapitalbehov for investoren. Hvis en bedrift går konkurs, kan i tillegg konkursoppjøret ta tid, noe som ytterligere forsterker risikoen knyttet til kapitalbinding.

Felles for de største plattformene, er at de har lav omsetning relativt til lønnskostnader og andre driftskostnader, som har bidratt til et negativt driftsresultat hvert år. Grunnen til at kapitaleierne godtar å tape penger fremfor å avvikle crowdlendingplattformene, er trolig en forventning om høy inntjening i fremtiden. Når lånet er utbetalt, er plattformens oppgave å sørge for at låntakerne tilbakebetaler lånet til investorene. Finanstilsynet legger til grunn et uavhengighetskrav, som blant annet sier at plattformene ikke kan være part i låneavtalene, hverken direkte eller indirekte. Videre innebærer dette uavhengighetskravet at låneavtalen må inngås direkte mellom hver långiver og hver låntaker (NOU 2021: 10, 2021, ss. 19-20). Dette betyr at låneavtalene er uavhengige av plattformene. Dersom eksempelvis Monio skulle gå konkurs, vil deres eier, Sparebank 1 SR-Bank AS, overta ansvaret for tilbakebetaling av lånene (Hafstad, u.d.b).

### 4.3. Kostnader ved crowdlending

Selv om finansieringen ved crowdlending skjer direkte mellom långiver og låntaker uten å gå veien om finansieringsinstitusjoner, påløper det likevel kostnader for aktørene. I FundingPartner belastes låntaker for et suksesshonorar på lånt beløp. Dette honoraret begynner på 2,7% og fastsettes ut ifra størrelsen på lånet og om det er en gjentakende låntaker. FundingPartner tar også et årlig betalingshonorar på 1% på utlånt beløp fra investoren. Disse honorarene skal dekke kostnader med å drifte plattformen og gjøre kredittanalyser av hvert enkelt selskap. I motsetning til forvaltningshonorarer for fond som belastes investoren daglig, trekkes honoraret til FundingPartner fra de månedlige utbetalingene til långiver (FundingPartner, 2022b).

På den annen side tar Kameo kun betalt fra låntaker, og ikke långiver. Låntaker betaler en avgift (arrangementsgebyr) på mellom 2-5%, i tillegg til eventuelle gebyrer ved brudd på avtalte vilkår (Kameo, 2022c). Monio tar et etableringsgebyr på 2-4% for låntaker, mens långiver på sin side må betale 1% årlig gebyr av utestående lånebeløp (Monio, 2022a). Gebyrene låntaker betaler kan sammenlignes med bankers etableringsgebyr i forbindelse med utlån, og medfører at låntakers effektive rente vil ligge noe høyere enn den årlige renten de betaler på selve hovedstolen. Långiver forholder seg som regel bare til nettorenten de mottar, og tallene vi benytter senere til å beregne investorens avkastning er fratrukket eventuelle gebyr.

## 4.4. Skatt ved crowdlending

Renteinntektene investoren mottar ved å investere i crowdlending blir skattlagt. Frem til 2021 var denne skattesatsen lik den alminnelige skattesatsen, noe som tilsvarte en beskatning på 22% i eksempelvis 2019 og 2020. I inntektsåret 2021 skal renteinntekt som er skattepliktig oppjusteres med 1,44 (Skatteloven, 2000, §5-22). For 2022 har denne oppjusteringsfaktoren økt til 1,6. Dette betyr at den effektive skattesatsen på renteinntekter fra crowdlending har økt fra 22% i 2020 til 35,20% i 2022. Med andre ord sidestilles skatt av renteinntekter fra crowdlending med øvrige kapitalgevinster. Dette innebærer også at renteinntekter fra crowdlending skattlegges mer enn øvrige renteinntekter, som fremdeles skattlegges med 22% (Skatteetaten, u.d.c). Alt annet likt gjør dette crowdlending til et mindre attraktivt investeringsobjekt i 2022.

Renteinntektene som genereres ved crowdlending vil realiseres fortløpende. I motsetning til for eksempel fond, vil investoren måtte betale skatt på opptjente renteinntekter årlig. Dette fordi investeringen ikke er tilknyttet en ASK, men ordinære bankkontoer. Dette innebærer at skattesatsen investoren står overfor kan variere fra år til år. For de aktuelle skattesatsene som benyttes for å beregne historisk avkastning i crowdlending, henviser vi til Tabell 8.1 i vedlegget.

## 4.5. Nettoavkastning i crowdlending

Ettersom crowdlending som investeringsalternativ kun har vært tilgjengelig i Norge fra slutten av 2017, er det begrenset med historisk data tilgjengelig. Vi benytter oss av historisk data fra FundingPartner, Monio og Kameo for perioden 2018-2021 til å analysere historisk avkastning. I denne perioden har gjennomsnittlig rente, fratrukket eventuelle gebyr på tvers av plattformene, vært 8,72%. Videre er det gjennomsnittlige konstaterte tapet på 0,31%.

Gjennomsnittlig rente				
År	FundingPartner	Monio	Kameo	Snitt
2018	9,20%	7,90%	10,20%	9,10%
2019	9,00%	7,90%	9,40%	8,77%
2020	9,30%	7,90%	9,15%	8,78%
2021	8,30%	7,90%	8,44%	8,21%
Snitt	8,95%	7,90%	9,30%	<b>8,72%</b>

Tabell 4.5.1: Gjennomsnittlig avkastning 2018-2021 (FundingPartner, 2022a; Monio, 2022b; Kameo, 2022b)

Konstaterte tap			
FundingPartner	Monio	Kameo	Snitt
0,34%	0,40%	0,18%	<b>0,31%</b>

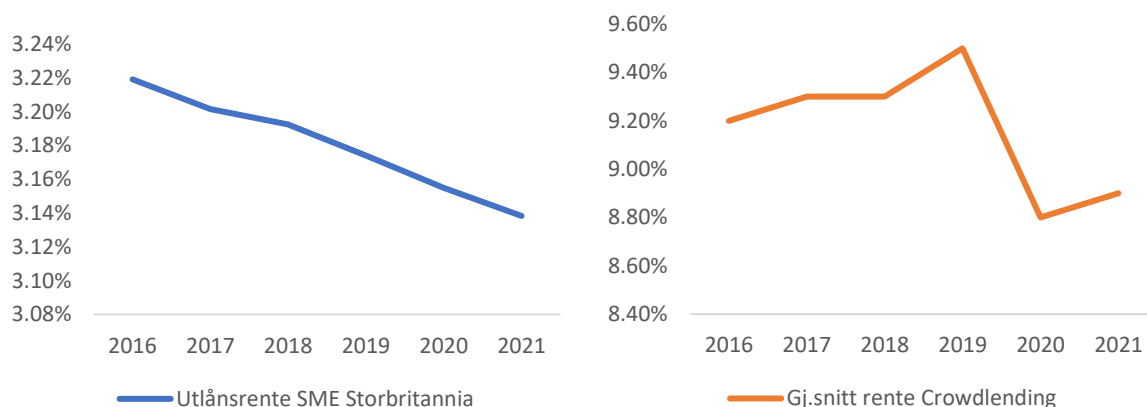
Tabell 4.5.2: Konstaterte tap 2018-2021 (FundingPartner, 2022a; Monio, 2022b; Kameo, 2022b)

For å gjøre investering i crowdlending sammenlignbart med fond og utleiebolig for de siste 10 årene, må vi foreta visse antakelser om hypotetisk avkastning og konstatert tap i perioden 2012-2018. Et alternativ er å se til eksempelvis Storbritannia, hvor crowdlending har vært utbredt vesentlig lengre enn i Norge. Utfordringen med en slik løsning knytter seg til overførbarheten til det norske markedet. Funding Circle, en britisk crowdlendingplattform, har tall på gjennomsnittlig rente og konstaterte tap tilbake til 2012. De viser til at den årlige nettoavkastningen for investoren i perioden 2012-2018 ligger på alt fra 3,0% til 7,2%. Nettoavkastningen er nede i 3,0% i 2018, blant annet fordi konstaterte tap var hele 4,4%-5,4%. Dette avviker stort fra tallene vi har fra det norske markedet, og kan muligens forklares ved at eiendomslån med påfølgende pant står for en betydelig større del av lånene i det norske markedet, sammenlignet med det britiske (Funding Circle, 2022). For øvrig er de britiske tapstallene også vesentlig høyere enn de norske i årene mellom 2018 og 2021, så vi kan utelukke at ulik tidsperiode er eneste forklaring. På grunn av store forskjeller i konstaterte tap, samt forskjeller i låntakere mellom landene, mener vi at tallene for Storbritannia ikke vil være representative for det hypotetiske markedet i Norge før 2018.

Høyrenteobligasjoner er et annet alternativ som kan brukes som mål på avkastning og tap i det hypotetiske crowdlendingmarkedet i Norge før 2018. En slik obligasjon har høyere rente enn andre obligasjoner fordi den assosieres med høyere risiko, og kan derfor være sammenlignbart med lånene som gis til bedrifter gjennom crowdlendingplattformer. I 2018 var gjennomsnittlig «First Time Default Rate» i det norske markedet for høyrenteobligasjoner for eiendomsselskaper 2,0%. Ekskludert selskaper i oljebransjen, var gjennomsnittet 1,65% for

alle typer høyrenteobligasjoner i perioden 2014-2018 (Holmsen, 2018, s. 55). Dette ligger vesentlig høyere enn de observerte tapsratene i crowdlendingmarkedet i perioden 2018-2021. Det bør stilles spørsmål til hvorvidt nevnte «Default Rate» i obligasjonsmarkedet kan sammenlignes med konstaterte tap i crowdlendingmarkedet, siden investoren fremdeles kan få tilbake (deler av) investeringsbeløpet selv om utstederen av obligasjonen går konkurs. Dette i seg selv vil øke usikkerheten rundt estimatene av tap i det hypotetiske crowdlendingmarkedet i Norge før 2018, dersom vi tar utgangspunkt i høyrenteobligasjoner. På bakgrunn av dette anser vi heller ikke dette alternativet som et godt mål på hypotetisk nettoavkastning i perioden før 2018.

Den antatt største konkurrenten til crowdlending er bedriftslån fra konvensjonelle banker. Det er naturlig å tenke at høyere utlånsrente hos bankene også ville påvirket gjennomsnittrenten hos crowdlendingaktørene. Her kan det være nyttig å se til det britiske markedet, siden Storbritannia har tall på utlånsrente i crowdlending lenger tilbake i tid enn Norge.



Figur 4.5.1: Utlånsrente SME og gjennomsnittlig rente crowdlending (Bank of England, u.d.; Funding Circle, 2022)

I figurene over har vi sammenlignet gjennomsnittlig utlånsrente til små og mellomstore bedrifter fra britiske banker, med gjennomsnittlig utlånsrente fra crowdlendingplattformen Funding Circle. Datasettet til Bank of England går kun tilbake til 2016, men kan fremdeles brukes til å gi et innblikk i forskjellen mellom utlånsrente ved bank og ved crowdlending. Merk at gjennomsnittrenten fra crowdlending i dette tilfellet er bruttorenten, altså ikke justert for tap. Ikke overraskende er renten ved crowdlending høyere enn utlånsrenten fra bankene. Det interessante ved denne sammenligningen, er at rentegrafene synes å være uavhengig av hverandre. Gjennom den tidsperioden vi har tilgjengelig data til har utlånsrenten til små og

mellomstore bedrifter fra bankene vært fallende, mens crowdlendingrenten ikke har en klar trend.

Hvis vi antar at dette er overførbart til det norske markedet, indikerer dette at bankrentene før 2018 ikke nødvendigvis ville hatt noe påvirkning på rentene i crowdlendingmarkedet. Et moment som kan forsvare dette, er at selskaper med lavere betjeningsevne ikke nødvendigvis ville fått innvilget lån i 2012 da renten var høyere. Det kan derfor tenkes at låntakerne i 2012 var mindre risikable enn selskapene som får lån i dag. Ved en redusert gjennomsnittlig risiko blant låntakere i crowdlendingmarkedet, er det naturlig at differansen til bankens utlånsrente reduseres. Et slikt resonnement kan også forklare hvorfor tapsraten i det britiske crowdlendingmarkedet var vesentlig lavere i perioden 2012-2015 enn i 2016-2019 (Funding Circle, 2022).

Vi konkluderer med at det beste estimatet på avkastning og konstaterte tap for årene før 2018 er de faktisk observerte tallene for perioden 2018-2021. Dette innebærer at vi benytter oss av den observerte gjennomsnittlige avkastningen på 8,72% for årene 2012-2018, og legger til grunn et gjennomsnittlig konstatert tap på 0,31%.

Det er verdt å merke seg at det i utgangspunktet kun gis fradrag for konstaterte tap på utestående fordringer for virksomheter (Skatteloven, 2000, §6-2 (2)). Videre er fradragsrett for tap på fordring for privatpersoner også regulert etter skatteloven (2000, §9-4, jf. §9-3). Her fremgår det at mengdegjeldsbrev ikke er fradragsberettiget, men loven kan tolkes som at renteinntekter er fradragsberettiget, mens utlånt beløp (hovedstolen) ikke er fradragsberettiget. Det synes å være uklarheter i lovverket, noe som Norsk Crowdfunding Forening påpeker i deres høringssvar til forslag til ny regulering av crowdfunding (Regjeringen, 2022b; Kameo, 2022d). Grunnet uklarhetene rundt skattemessig fradrag for tap velger vi en konservativ tilnærming til problemstillingen, og tar utgangspunkt i at investoren ikke får fradrag for eventuelle tap. I Kapittel 7.2.2 kommer vi tilbake til denne problemstillingen, og undersøker effekten av tap på investorens nettoavkastning dersom det blir fradragsberettiget i fremtiden.

Med utgangspunkt i at tap ikke er fradragsberettiget, vil investorens renteinntekter skattlegges med gjeldende skattesats for hvert år, mens eventuelle tap ikke reduserer skattekostnaden. For å ta høyde for denne skjevheten i skattesystemet kan beregningen av årlig nettoavkastning gjøres ved hjelp av følgende formel:

$$R = \frac{pY(1 - t) - (1 - p)I}{I}$$

*Formel 4.5.1: Årlig nettoavkastning fra renteinntekter i crowdlending*

Hvor  $p$  representerer sannsynligheten for suksess, i dette tilfellet andelen av hovedstolen som ikke går tapt.  $I$  er investeringsbeløpet,  $Y$  er bruttoavkastning på  $I$  gitt suksess,  $t$  er skattesatsen og  $R$  er nettoavkastningen. Som det fremgår av formelen, skattlegges avkastningen ved suksess, mens eventuelle tap i sin helhet kan trekkes fra nettoavkastningen etter skatt. Denne asymmetriske skattleggingen kan straffe investoren hardt ved eventuelle tap, og er noe vi kommer tilbake til senere i utredningen.

Videre antar vi at alle opptjente renteinntekter etter skatt reinvesteres året etter, for å utnytte renters rente-effekten. Det er imidlertid verdt å merke seg at i realiteten vil ikke lånene følge kalenderåret, men utstedes og tilbakebetales fortløpende, og investoren vil kunne reinvestere renteinntekter deretter. Det faktum at investoren mottar renteinntekter underveis i året tas det ikke høyde for i denne analysen. Vi antar at skyldig skatt på investeringen betales i året den oppstår, selv om den i praksis ikke betales før godt ut i påfølgende kalenderår. Videre antar vi at investoren diversifiserer det årlige investerte beløpet i mange lån, slik at det gjennomsnittlige konstaterte tapet er representativt. Dette betyr at investorens gjennomsnittlige utlånsportefølje for hele perioden vil reflektere den gjennomsnittlige fordelingen mellom eiendomslån, bedriftslån og konsumentlån i det norske markedet fra 2018 til 2021, jf. Figur 4.1.1. For dypere innsikt i fordelingen av lånetyper de ulike årene, henvises det til markedsrapportene til Crowdfunding Research Center (UiA Crowdfunding Research Center, 2022).

Med de antakelsene som foreligger, kan vi undersøke hvilken avkastning en investor ville hatt ved å investere kr. 500 000 i crowdlending 01.01.2012. Dette investeringsbeløpet velges på grunn av investeringstaket på kr. 1 000 000, og vi ønsker å se effekten av å reinvestere de påløpte renteinntektene påfølgende år. Nøkkeltallene er oppsummert i tabellen under. For mer innsikt i de foretatte beregningene, henviser vi til Tabell 8.1 i vedlegget.



Nettoavkastning, Crowdlending		
Investert beløp	kr	500 000
Bruttoavkastning	kr	575 590
Skattekostnad	kr	147 314
Totale tap	kr	20 338
Nettoavkastning etter skatt	kr	407 938
Nettoavkastning etter skatt (%)		81,59%
<b>Årlig nettoavkastning (%)</b>		<b>8,16%</b>

Tabell 4.5.3: Avkastning i crowdlending 2012-2021

Investeringsbeløpet ville vokst til kr. 907 938 etter skatt i løpet av tiårsperioden fra 2012-2021. Dette tilsvarer en totalavkastning på 81,59%, eller en årlig aritmetisk gjennomsnittavkastning på 8,16%. Til sammenligning er den årlige vekstraten, eller det geometriske gjennomsnittet på 6,15%, noe som illustrerer forskjellen på de to avkastningsmålene.

Videre kan vi undersøke Sharpe-raten på crowdlendinginvesteringen. Som vi ser av Tabell 4.5.1 er det lav variasjon i gjennomsnittlig årlig rente, noe som bidrar til et svært lavt standardavvik. Når standardavviket går mot null, vil Sharpe-raten gå mot uendelig. For å kompensere for usikkerheter knyttet til validiteten til det lave standardavviket, velger vi i dette tilfellet en konservativ tilnærming til Sharpe-beregningen og legger til grunn det geometriske gjennomsnittet på 6,15%. Med en risikofri rente på 0,8% og standardavviket på 0,40%, får vi følgende Sharpe-rate:

$$S_p = \frac{6,15\% - 0,80\%}{0,40\%} = 13,38$$

Formel 4.5.2: Sharpe-rate crowdlending

Som nevnt i Kapittel 2.5 forutsetter Sharpe-raten en normalfordelt avkastning. I crowdlending er oppsiden begrenset, siden investoren ikke vil få en høyere avkastning enn gjennomsnittrenten på sine utestående lån. Nedsiden er derimot større, siden investoren i teorien kan tape hele investeringsbeløpet dersom utestående lån konstateres tapt. Det virker derfor rimelig å anta at forutsetningen om normalfordelt avkastning ikke er tilfredsstillende i dette tilfellet. I tillegg er det flere relevante faktorer som Sharpe-raten ikke tar høyde for her, noe vil gå nærmere inn på senere i utredningen.

## 5. Utleiebolig

### 5.1. Introduksjon til utleiebolig

Sekundærbolig defineres som all boligeiendom som ikke kan karakteriseres som primærbolig eller fritidseiendom. Dette gjelder utleiebolig, pendlerbolig, eller alle andre boliger som fremtrer som en helårsbolig, men hvor eier ikke har sin folkeregistrerte bostedsadresse (Skatteetaten, u.d.d). Denne utredningen tar for seg sekundærbolig fra et privat investeringsperspektiv, og vil kun se på utleiebolig. Forutsetningen om private investeringer ekskluderer derfor personer som eier fem eller flere utleieboliger, eller har netto leieinntekter som overstiger primærinntekten, siden disse normalt anses som næringspliktige (Skatteetaten, u.d.e). Vi ekskluderer også kortidsutleie som eksempelvis utleie gjennom AirBnB fra vår analyse.

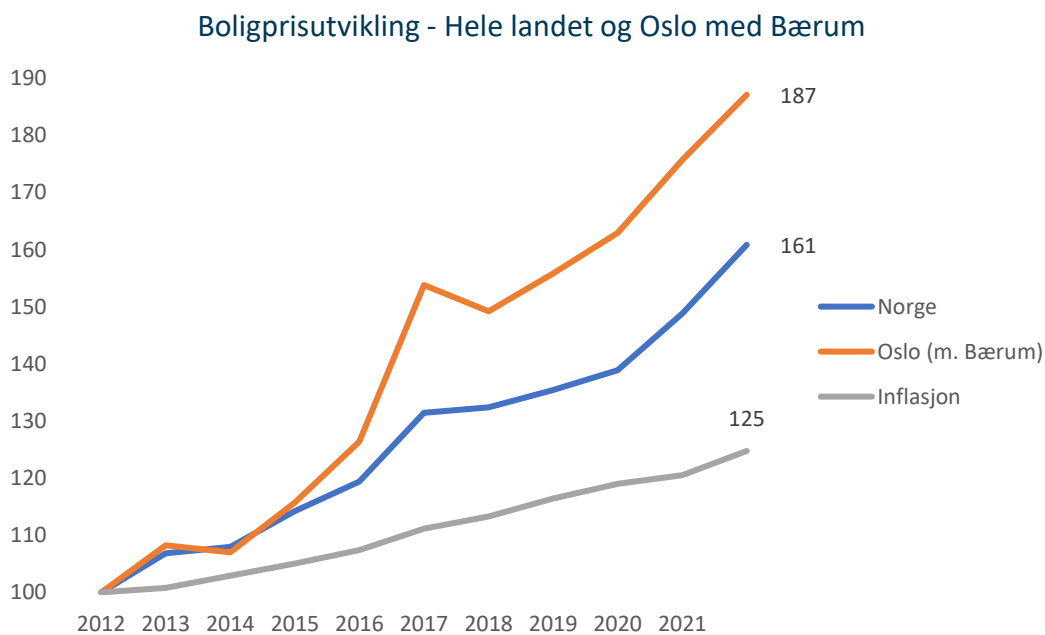
I 3. kvartal 2021 ble det registrert 394 208 sekundærboliger i Norge, noe som tilsvarer rundt 15% av den totale boligmassen. Det er uvisst hvor mange av disse som er utleieboliger, men det vil ligge et sted under totalantallet av sekundærboliger. Av de registrerte sekundærboligene er om lag 50% eneboliger og 24% leiligheter. I Oslo er 86% av sekundærboligene leiligheter, mens kun 4% er eneboliger. På motsatt side finner vi Innlandet, med en eneboligandel på 73%. Det er rimelig å anta at disse observerte andelene korrelerer med hvilken boligtype som dominerer i de ulike fylkene. Fra tredje kvartal i 2019 har sekundærboligandelen falt i hele landet, både i de store byene og i distriktene. Blant byene har det største fallet blitt registrert i Oslo (Samfunnsøkonomisk Analyse, 2022).

Ifølge en nylig studie gjennomført av Samfunnsøkonomisk Analyse, var om lag 580 000 husholdninger leietakere i 2020, tilsvarende i underkant av 20% av befolkningen. Leieandelen er høyest blant unge og blant de aller eldste, samt blant innvandrere og økonomisk vanskeligstilte. Videre viser studien at leieandelen varierer geografisk, og at andelen er størst i Oslo, Tromsø og Trondheim (Benedictow, Frisell, & Iversen, 2022, s. 4).

Utleiebolig som investeringsalternativ skiller seg fra fond og crowdlending ved at bruttoavkastningen avhenger av to variabler. På samme måte som ved fond kan investoren oppnå avkastning som følge av verdiutviklingen i markedet, gjennom boligprisøkning. Samtidig kan en utleiebolig generere en månedlig kontantstrøm gjennom leieinntekter, som

på sin side kan sammenlignes med renteinntektene en investor kan få ved crowdlending. Avkastningen en investor kan oppnå ved å investere i utleiebolig vil derfor avhenge av både utviklingen i boligpriser og leiepriser.

For å undersøke boligprisutviklingen i perioden 2012 til 2021, benytter vi tall fra SSB som tar utgangspunkt i solgte bruktboliger per fjerde kvartal hvert år. I Figur 5.1.1 er utviklingen i boligprisene for brukte boliger i hele landet og i regionen Oslo med Bærum illustrert. Boligprisutviklingen er indeksert, hvor fjerde kvartal 2011 og følgelig inngangsverdien i 2012, er satt som utgangspunkt (indeksert til 100). I den aktuelle tiårsperioden vi analyserer gir dette en boligprisvekst på 61% for hele landet og 87% for Oslo med Bærum (SSB, u.d.a). Til sammenligning har konsumprisindeksen, omtalt som inflasjon i figuren, steget med 25% i samme periode (SSB, 2022a). Dette innebærer en årlig vekstrate på 5% for hele landet, og 6,47% for Oslo og Bærum. Dette tilsvarer igjen et årlig aritmetisk gjennomsnitt i perioden på henholdsvis 6,10% for landet og 8,70% for Oslo, samt en inflasjon på 2,50%.



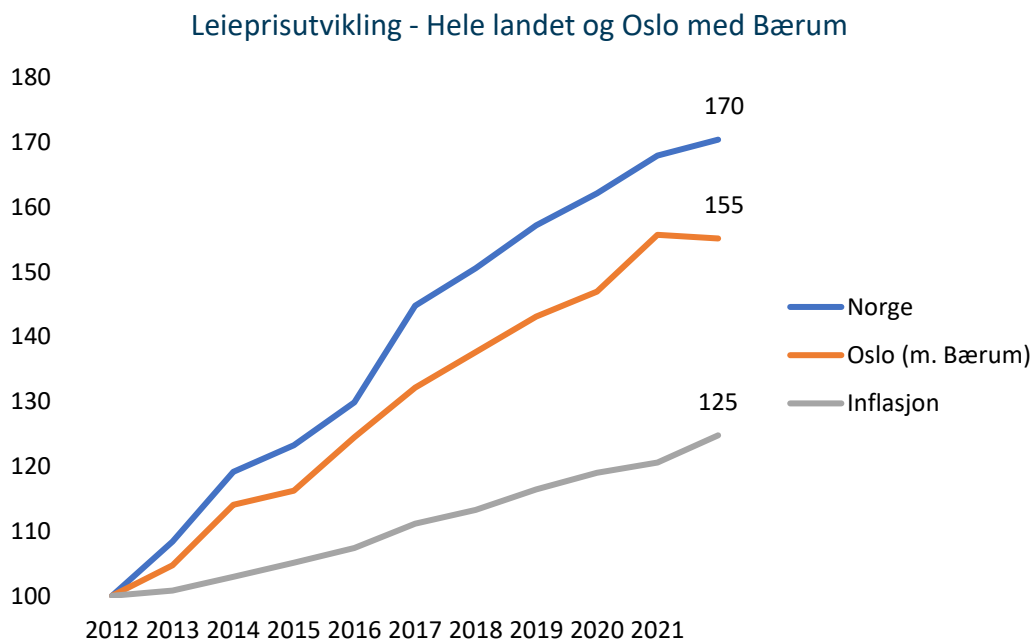
Figur 5.1.1: Boligpriser fra 2012 til 2021 - Hele landet og Oslo med Bærum (SSB, u.d.a).

Vi benytter også statistikkbanken til SSB for å undersøke utviklingen i leiepriser fra 2012 til 2021 (SSB, u.d.b). Statistikken tar utgangspunkt i årlig gjennomsnittlig kvadratmeterpris, fordelt på region og antall rom. I en undersøkelse av Samfunnsøkonomisk analyse på oppdrag for Huseierne, konkluderes det med at gjennomsnittlig leilighetsstørrelse i Oslo er 69 kvadratmeter, mot 72 kvadratmeter i landet som helhet. De finner også at medianleiligheten

ligger mellom 60-79 kvadratmeter (Benedictow & Gran, 2019, s. 8). Videre legger SSB til grunn at leiligheter på 70 kvadratmeter tilsvarer en treroms (SSB, 2021a).

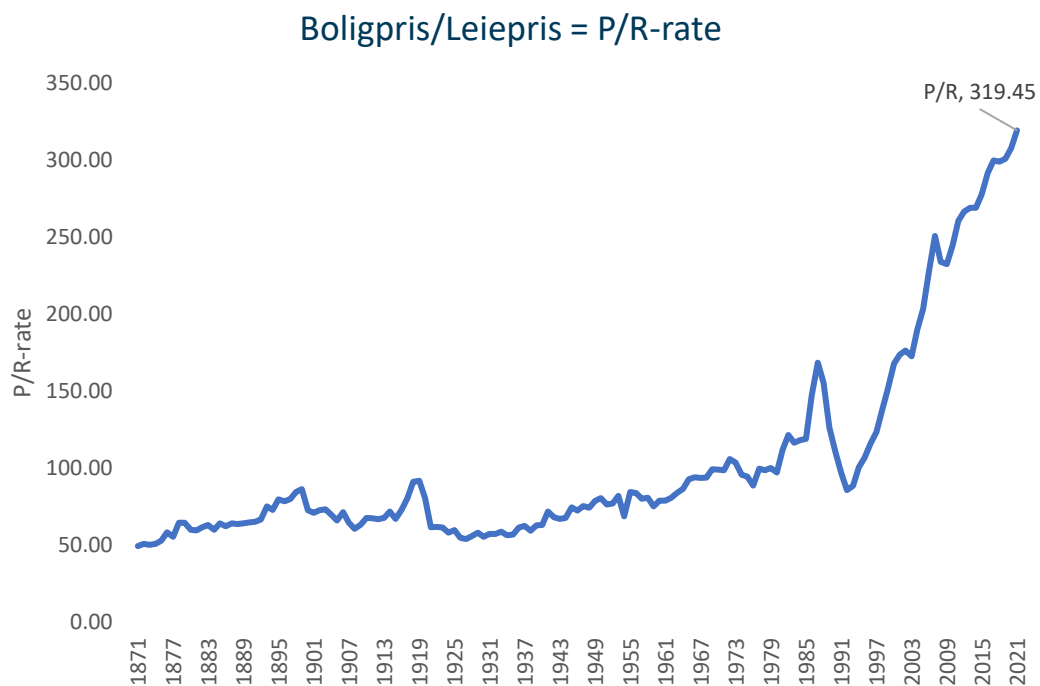
På bakgrunn av dette benytter vi oss av leieprisene for treroms leiligheter for å undersøke utviklingen fra 2012 til 2021. Dette blir utgangspunktet videre i analysen, fordi den gjennomsnittlige leilighetsstørrelsen i Oslo og landet er relativt like. Vi anser også leiligheter som mer sammenlignbare på tvers av beliggenhet enn eksempelvis eneboliger. For å beregne veksten i 2012, tar vi utgangspunkt i gjennomsnittstallene fra utgangen av 2011. Før 2012 ble statistikken for gjennomsnittlig årlig leie per kvadratmeter delt inn i kvadratmeterintervaller heller enn antall rom. Basert på argumentasjonen over tar vi derfor utgangspunkt i gjennomsnittlig leiepris i intervallet 50-79 kvadratmeter for 2011, siden dette normalt vil tilsvare treroms leiligheter.

I Figur 5.1.2 er utviklingen i leiepriser for landet som en helhet og for Oslo med Bærum illustrert. I den aktuelle tiårsperioden observerer vi en akkumulert leieprisvekst på 70% for hele landet, og 55% i Oslo med Bærum. Dette innebærer en årlig vekstrate på henholdsvis 5,47% og 4,49%, tilsvarende et årlig aritmetisk gjennomsnitt på henholdsvis 7,00% og 5,50%. Som det fremgår av figuren, har også leieprisene steget vesentlig mer enn konsumprisindeksen.



Figur 5.1.2: Leiepriser fra 2012 til 2021 - Hele landet og Oslo med Bærum (SSB, u.d.b)

Videre er det interessant å undersøke hvordan forholdet mellom boligpriser og leiepriser har vært historisk. Ola Honningdal Grytten, professor ved NHH, har utarbeidet en indeks som viser boligpris/leiepris (P/R-raten) tilbake til 1871. I Figur 5.1.3 ser vi at raten er høyere i 2021 enn noen gang tidligere i tidsintervallet. Dette betyr at boligprisene aldri har vært høyere, relativt til leieprisene. Raten tar utgangspunkt i boligpristall fra Norges Bank, samt historiske nasjonalregnskapsberegninger (Norges Bank, u.d.a). Disse tallene deles på leiepriser i en prisindeks Grytten utarbeidet i forbindelse med estimering av historisk BNP i Norge. For mer innsikt i de foretatte beregningene, henviser vi til Gryttens forskningsartikkel i *Economic History Review* (Grytten, 2022, ss. 181-202). Fra et boliginvesteringsperspektiv innebærer dette at årlige leieinntekter delt på kjøpspris, et avkastningsmål som ofte refereres til som yield, er historisk lav.



Figur 5.1.3: Historisk boligpris-leiepris-rate fra 1871 til 2021 med år 1979 = 100.

## 5.2. Risiko ved utleiebolig

Utleiebolig skiller seg fra de to andre investeringsalternativene ved at det er høye inngangsbarrierer. Mens fond og crowdlending har en minstetegning på kr. 150-1 000, krever en investering i utleiebolig, sett vekk i fra eventuell pant i annen eiendom, at investoren går inn med et betydelig høyere egenkapitalbeløp. For flere kan dette bety at store deler av deres

tilgjengelige investeringskapital bindes opp i én enkelt investering, noe som øker risikoen i henhold til standard diversifiseringsteori, jf. Kapittel 2.4. På den annen side er bolig en nødvendighet, og det vil alltid etterspørres boliger. Det er rimelig å anta at dette vil redusere nedsiderisikoen ved en boliginvestering.

Grunnet betydelige transaksjonskostnader, slik som dokumentavgift ved kjøp og meglerhonorarer ved salg, vil en slik investering ofte ha et langsiktig perspektiv. I tillegg til at den høye kapitalbindingen kan redusere muligheten for diversifisering, vil også alternativkostnaden gjøre seg gjeldende ved at investoren går glipp av den alternative avkastningen en kunne oppnådd i eksempelvis fond. Videre krever gjerne en utleiebolig lengre omsetningstid enn visse andre investeringsalternativer. Kapital bundet opp i en utleiebolig vil derfor være mindre likvid enn eksempelvis ved fond.

Grunnet høye inngangsbarrierer er gjerne boliginvesteringer gjeldsfinansiert. Det er vanlig å belåne boliginvesteringer, noe som innebærer at investoren tar opp gjeld for å øke sin kjøpekraft. Ifølge boliglånsundersøkelsen for 2021 er eksempelvis gjennomsnittlig belåningsgrad, eller gjennomsnittlig giring, for nye nedbetalingslån 65%. For nye rammekreditter<sup>9</sup> er låntakers gjennomsnittlige belåningsgrad 46% (Finanstilsynet, 2021b). Avkastningen på egenkapitalen vil være mer volatil når investeringen er giret, og det er derfor høyere risiko knyttet til girede investeringer. Ved gjeldsfinansiering øker investorens kostnader gjennom rentekostnadene. Som vi kommer tilbake til, er lånekostnader fradragsberettiget, og størrelsen på fradraget vil avhenge av den alminnelige skattesatsen. Dersom eksempelvis rentefradraget eller den alminnelige skattesatsen reduseres, vil investorens skattefradrag for rentekostnader reduseres.

### **5.2.1. Boligprisfall**

En risiko ved å investere i utleiebolig knytter seg til boligprisfall. Fra april til desember i 2017 var det et boligprisfall i Oslo på rundt 10% (Krogsveen, 2022b). Dersom man investerte i en utleiebolig på kr. 4 000 000 med en egenkapitalandel på 35% (tilsvarende kr. 1 400 000) rett før prisene falt, ville egenkapitalen blitt redusert med nesten 30% (tilsvarende kr. 400 000) på noen måneder. Et fall i markedsverdien vil utelukkende redusere egenkapitalen, fordi gjelden man har tatt opp må tilbakebetales i sin helhet uavhengig av hvordan markedsverdien på

---

<sup>9</sup> Rammekreditt, også kalt rammelån, innebærer at låntaker får en låneramme basert på verdien av den pantsatte eiendommen. Maksimal låneramme er 60% av boligens verdi (Nyhus, 2021).

boligen endrer seg. Samme effekt gjelder naturligvis dersom boligprisene øker, noe som til dels forklarer at mange har opplevd høy avkastning på egenkapitalen i et marked med stigende boligpriser de siste årene. Dette er et eksempel på hvordan brekkstangformelen som vi presenterte i Kapittel 2.6 fungerer i praksis.

Faktorer som påvirker boligprisene er derfor risikomomenter en utleieboliginvestor står overfor. Boligprisutviklingen er vanskelig å forutsi. Eksempelvis har Norges Bank i flere av sine siste pengepolitiske rapporter konkludert med at boligprisveksten viste seg å bli høyere enn hva de først hadde anslått (Norges Bank, u.d.a). Man kan likevel danne seg en forventning om hvordan boligprisene vil utvikle seg ved å se på faktorer som påvirker fremtidig tilbud og etterspørsel.

En viktig etterspørselsdriver i boligmarkedet er lånerenten. Når renten øker blir det dyrere å finansiere boligkjøp med lån, noe som isolert sett taler for redusert etterspørsel etter utleiebolig som investeringsobjekt. Ifølge standard mikroøkonomisk teori, taler et negativt skifte i etterspørselskurven for bolig for at vi havner i en ny likevekt på et lavere prisenivå. Samme teori kan anvendes ved økt arbeidsledighet, redusert lønnsvekst og redusert befolkningsvekst. Med flere arbeidsledige eller lavere lønninger i samfunnet vil husholdningenes disponible inntekt falle, noe som taler for færre potensielle boligkjøpere. Lavere befolkningsvekst og redusert forventet boligbehov er en annen faktor som taler for redusert etterspørsel i boligmarkedet. Et fall i etterspørselen i boligmarkedet er derfor en risiko investoren står overfor, siden dette taler for en nedgang i boligprisene. På den annen side, kan dette skape kjøpsmuligheter for en investor som ikke allerede er investert i utleiebolig.

En viktig tilbudsdriver i boligmarkedet er utbygging. Økt tilbud av boliger gjennom høy grad av boligbygging vil, alt annet likt, tale for en reduksjon i boligprisene, da dette medfører at flere som etterspør bolig får dekket sine behov. Boligbygging vil påvirkes av faktorer som for eksempel materialpriser, som for øvrig har steget med over 20% det siste året i skrivende stund (SSB, 2022b). Et slikt prissjokk øker byggekostnadene, som taler for redusert tilbud og økte boligpriser. Dette synes å være et godt eksempel på eksterne sjokk som kan påvirke boligprisene, og kan forklare hvorfor boligprisene er vanskelige å predikere. Det gir også et godt bilde på risikoen investorer i boligmarkedet står overfor, siden deres fremtidige avkastning avhenger av en rekke faktorer som ikke er mulig å forutse.

### **5.2.2. Leiepriser**

Den løpende inntekten en investering i en utleiebolig genererer vil avhenge av leieprisene. En reduksjon i leieprisene vil, alt annet likt, redusere nettoavkastningen, og er følgelig en risiko investoren står overfor. Leieprisene vil på lik linje med boligprisene avhenge av tilbud og etterspørsel. Dersom etterspørselen i leiemarkedet reduseres, eksempelvis som følge av boligprisfall, lønnsvekst eller redusert arbeidsledighet, kan dette føre til at leieprisene reduseres. Dette vil øke kjøpekraften til befolkningen, slik at antall leietakere i markedet går ned. På tilbudssiden vil for eksempel en økning i antall utleieboliger på markedet gi leietakere flere valgmuligheter, noe som isolert sett vil ha negativ innvirkning på leieprisene.

Som nevnt er andelen av befolkningen som leier i Norge i underkant av 20%. Dette er lavere enn eksempelvis i Sverige og Danmark, hvor andelen ligger på rundt 35%, og i Tyskland hvor leieandelen er på 50%. Noe av forskjellen kan forklares gjennom politiske faktorer knyttet til finansiering, boligbygging og skattlegging. Dette, i tillegg til økonomiske og kulturelle forskjeller, har bidratt til en lav leieandel i Norge (Benedictow A. , Frisell, Gyene, & Flatval, 2020, s. 7). Ser man for eksempel til Danmark, har de innført et tak for leiepriser for boliger bygget før 1992 (Erhvervsstyrelsen, 2018, s. 11). Sosialistisk Venstreparti ønsker å innføre et lignende tiltak i Norge, ved å innføre en makspris på husleie i byene for å unngå høye leiepriser (Sosialistisk Venstreparti, u.d.). Regulering av husleie har vist seg å være et følsomt politisk tema. Dette så vi et eksempel på i Sverige i 2021, da et forslag om å åpne for fri regulering av husleie i nybygg var en medvirkende årsak til en regjeringsskifte (Hanssen, 2021). Det virker derfor å være liten tvil om at politiske og juridiske inngrep kan påvirke leieprisene, og er risikofaktorer boliginvestorer står overfor.

### **5.2.3. Andre risikomomenter**

Overnevnte risikomomenter rammer gjerne utleiemarkedet som en helhet. I tillegg til systematisk risiko, må en boliginvestor forholde seg til usystematisk risiko gjennom faktorer som knytter seg til den individuelle utleieboligen. Andelen av befolkningen som leier er høyest i sentrale strøk og i kommuner med høy andel studenter, som for eksempel Sogndal, Volda og Ås (Benedictow, Frisell, & Iversen, 2022, s. 12). Det virker rimelig å anta at utleiemarkedet i disse kommunene i stor grad avhenger av utdanningsinstitusjonene som befinner seg der. Faktorer som økt grad av sentralisering, nedleggelse av mindre utdanningsinstitusjoner og mer



digital undervisning kan derfor svekke leiemarkedene i distriktene. Det faktum at en utleiebolig er en fysisk investering med en gitt geografisk beliggenhet, fører derfor med seg områdespesifikke risikofaktorer.

Momentene over er særlig relevant i områder hvor andelen av befolkningen som leier er lav, da dette kan medføre at investoren må forvente høyere grad av ledighet og mer arbeid knyttet til anskaffelse av nye leietakere. Økt ledighet kan også forekomme som følge av endringer i markedet som en helhet, eller knytte seg til det enkelte objektet. Under pandemien opplevde utleiemarkedet i Oslo økt ledighet, og det pekes på momenter som utflytting fra studenter, mindre arbeidsinnvandring og for høye leiepriser som forklarende variabler (Lorch-Falch, Tomter, & Ågotnes, 2021). Videre er det funnet empiri på at størrelse, standard og møblering er forbundet med høyere leiepris (Benedictow, Frisell, & Iversen, 2022). Det virker derfor rimelig å anta at utleieenheter som har kvaliteter som leietakere har høyere betalingsvillighet for, også har innvirkning på forventet ledighet for det enkelte objektet.

En form for usystematisk risiko i denne sammenhengen knytter seg til leietakerrisiko. Husleieloven skal sikre både utleiers og leietakers interesser. I den sammenheng har leietaker visse rettigheter som kan øke risikoen for utleier. For å blant annet sikre forutsigbarhet for leietaker, er justering av leiepris på inngåtte kontrakter regulert til maksimalt å kunne oppjusteres med forrige års KPI-vekst (Husleieloven, 2000, §4-2). I tillegg legger husleielovens Kapittel 9 begrensninger på utleier i forbindelse med oppsigelse av leieavtalen (Husleieloven, 2000).

Bestemmelsene i husleieloven reduserer utleiers handlingsrom, noe som isolert sett øker risikoen. Eksempelvis kan utleier risikere å havne i en uønsket situasjon som strekker seg over minimum 3 måneder (oppsigelsestiden), dersom det oppstår problemer med leietaker. Slike problemer kan typisk være manglende innbetaling av leie, høy slitasje på boligen, bråk som sjenerer naboer eller andre momenter ved leietaker som medfører økonomisk tap og lavere avkastning for utleier. Også ved investering i utleiebolig kan det derfor oppstå adferdsrisiko på grunn av asymmetrisk informasjon. Utleier har ikke full informasjon om leietaker, og ugunstig utvalg og moralsk risiko (Kapittel 4.2) kan også her gjøre seg gjeldende. For å redusere nevnte risiko for utleier, kan det avtales at leietaker stiller med et depositum på maksimalt 6 måneders leie (Husleieloven, 2000, §3-5). Ved opphør av leieforholdet kan utleier stille krav om å holde tilbake (deler av) depositumet. Dersom utleier og leietaker ikke blir

enige om kravet, tar utleier kravet til forliksrådet eller Husleietvistutvalget for å få saken avklart (Forbrukerrådet, 2022).

### 5.3. Kostnader ved utleiebolig

Foruten skattekostnaden, som vi kommer tilbake til i neste delkapittel, vil det oppstå en rekke andre kostnader knyttet til en utleiebolig. En tommelfingerregel er at nødvendige kostnader er fradragsberettiget. Med andre ord kan man trekke disse kostnadene fra leieinntektene gjennom året, og få en skattepliktig netto leieinntekt som er lavere enn brutto leieinntekter.

Det fremgår av Skatteetatens vedleggsskjema rf-1189b<sup>10</sup> og på deres hjemmeside at vedlikeholdskostnader, men ikke påkostninger, er fradragsberettiget (Skatteetaten, u.d.f). Dette vil inkludere arbeid som utføres for å sette eiendommen tilbake i den stand den tidligere har vært i, men ikke kostnader for å få eiendommen i bedre stand. Eier kan også få fradrag for kommunale avgifter, slik som renovasjon, vann- og kloakkavgift. Forsikringspremier for eiendommen, festeavgift dersom boligen står på en festetomt, eiendomsskatt, annonsering og formidling er også fradragsberettiget. Videre kan eier få fradrag for strøm, oppvarming, renhold og renholdsartikler.

Slitasje på møbler og innbo kan også kostnadsføres. For å føre kostnaden ved kjøp av inventar i sin helhet i kjøpsåret stilles det imidlertid noen krav. For det første må inventaret være anskaffet hovedsakelig for bruk i utleieboligen. For det andre må inventaret forringes, i form av at det taper verdi ved slitasje og/eller elde. Det siste kravet er at inventaret må ha en inngangsverdi på under kr. 15 000 eller en brukstid på under tre år. Hvis disse tre kravene er oppfylt kan man få fradrag for hele beløpet i kjøpsåret (Skatteetaten, u.d.f).

Hvis kostprisen derimot er høyere enn kr. 15 000 kan møbler og innbo avskrives. Avskrivningsmetoden som benyttes er saldoavskrivning, med avskrivningssats på 20%. Når saldoen blir under kr. 15 000 før årets avskrivning kan så hele restbeløpet kostnadsføres. I Tabell 5.3.1 er et eksempel på hvordan avskrivningen gjennomføres illustrert:

---

<sup>10</sup> Tilleggsskjema: Utleie mv. av fast eiendom 2021 (Skatteetaten, 2021)

Avskrivninger på møbler og innbo				
År	Inngangsverdi	Avskrivning	Utgangsverdi	Skattebesparelse
1	30 000	6 000	24 000	<b>1 320</b>
2	24 000	4 800	19 200	<b>1 056</b>
3	19 200	3 840	15 360	<b>845</b>
4	15 360	3 072	12 288	<b>676</b>
5	12 288	12 288	-	<b>2 703</b>

Tabell 5.3.1: Eksempel på beregning av avskrivninger

Først i år 5 kan boligeieren kostnadsføre hele det resterende beløpet på kr. 12 288 (kr. 15 360-kr. 3 072), fordi restverdien er mindre enn kr. 15 000. Skattebesparelsen per år vil følgelig tilsvare avskrivningen ganget med skattesatsen på 22%.

En annen vesentlig kostnad dersom utleieboligen er lånefinansiert, er lånekostnader. Lånekostnaden, i form av rentekostnader, etableringsgebyr, omkostninger ved opptak eller konvertering av lån for å oppnå lavere rente, herunder også kostnader til takstmann, er fradragsberettiget. Kostnader forbundet med oppmåling av eiendommen i forbindelse med innrapportering av arealopplysninger ved fastsetting av formuesverdi faller også inn under fradragsberettigede kostnader. Det samme gjelder gebyrer knyttet til depositumskonto (Skatteetaten, u.d.f; Skatteetaten, u.d.g; Nordea, 2022a).

Dersom utleieboligen er en del av et borettslag eller sameie, vil eier også ha krav på fradrag for felleskostnader. Felleskostnader er en kostnad som knytter seg til driften av borettslaget eller sameiet, men ikke til den enkelte bruksenhet, slik som eksempelvis vaktmestertjenester, renovasjon, felles fyring og honorar til styret og forretningsfører (Husleie, 2022). Det gis imidlertid ikke fradrag for fellesgjeld (renter og avdrag), og dersom disse er inkludert i felleskostnadene må de skilles ut (Skatteetaten, u.d.g).

Avslutningsvis kan man også få fradrag for verdien av egen arbeidsinnsats ved vedlikeholdsarbeid på boligen, forutsatt at samme beløp er ført opp som inntekt i skattemeldingen det året arbeidet ble utført. Timegodtgjørelsen for ikke-håndverkere som gjør vedlikeholdsarbeid på egen utleiebolig settes som regel til timesats for ufaglært arbeidskraft, som for 2021 var på kr. 198,30 per time for byggebransjen (Arbeidstilsynet, u.d.). Man kan imidlertid ikke få fradrag for egen arbeidsinnsats knyttet til påkostningsarbeid, men verdien av et slikt arbeid kan legges til inngangsverdien ved salg av eiendommen, for å oppnå en skattebesparelse ved salg. Forutsatt at utleien foretas på privat basis, altså ikke anses som

virksomhet, kan det kreves fradrag for reisekostnader. Ved bruk av privatbil kan man kreve fradrag etter satsen for yrkeskjøring, som tilsvarer kr. 3,50 per km. (Skatteetaten, u.d.h). Oppsummert ser vi at utleiebolig vil ha et komplekst kostnadsbilde og eieren er nødt til å forholde seg til en rekke forskjellige kostnader.

## 5.4. Skatt ved utleiebolig

Gevinsten ved realisasjon av utleiebolig er skattepliktig med 22% for 2021, og leieinntekter er skattepliktig med samme sats. Privat utleie vil gi fordelene av at man kan føre en rekke kostnader i selvangivelsen og få fradrag for disse. Samtidig vil privatpersoner få en langt lavere effektiv skattesats (22%) enn dersom investeringen hadde vært gjennom et selskap. I sistnevnte tilfelle ville netto leieinntekter (fratrasket kostnader) først bli beskattet med selskapsskatten på 22%. Deretter kan boligeieren velge å ta ut utbytte, hvor den andelen av utbyttet som overstiger skjermingsfradraget vil være skattepliktig som alminnelig inntekt. Dette innebærer en sats på 22% ganget med oppjusteringsfaktoren på 1,60 (1,44 for 2021), som gir en effektiv skattesats på 35,20% for 2022. Samlet gir dette en effektiv skattesats på omtrent 49,5% for næringsdrivende. Forskjellen er illustrert i eksemplene under, der vi ser på beskatningen av netto leieinntekter som privatperson versus virksomhet i 2022:

Skattekostnad		
	Ikke næringspliktig	Næringspliktig
Nettoinntekt	100 000	100 000
Alminnelig skattekostnad	22 000	22 000
Nettoinntekt etter skatt	78 000	78 000
Utbytteskatt	-	27 456
Total skattekostnad	22 000	49 456
Nettoinntekt etter skatt	78 000	50 544
<b>Effektiv skatt (%)</b>	<b>22%</b>	<b>49,5%</b>

Tabell 5.4.1: Eksempel på skatteberegning - Ikke næringspliktig vs. næringspliktig

Det fremgår av eksempelet at skattetrykket er betraktelig høyere for næringsvirksomheter enn privatpersoner, og at den effektive skattesatsen blir adskillig høyere i det utleievirksomhet overstiger et visst volum og blir næringspliktig. Som nevnt innledningsvis i kapitlet vil vi forholde oss til private investeringer i vår analyse, og legger til grunn at investoren ikke anses som næringspliktig.

## 5.5. Nettoavkastning i utleiebolig

Med det relativt komplekse inntekts- og kostnadsbilde er beregningen av nettoavkastningen for en utleiebolig mer komplisert enn for eksempel for fond. En rekke faktorer spiller inn på hva investoren sitter igjen med, slik at noen boliger på markedet vil gi en høyere nettoavkastning enn andre. Et velegnet investeringsobjekt på boligmarkedet vil gi en høy leieinntekt relativt til prisen (yield), gjerne kombinert med lav ledighet og et lavt kostnadsnivå.

Vi velger å illustrere nettoavkastningen for utleiebolig gjennom to praktiske eksempler, et for Oslo og et for Norge. I eksemplene legger vi til grunn en treroms leilighet på 65 kvadratmeter, og tar utgangspunkt i gjennomsnittsprisen per kvadratmeter i kjøpsåret, som tilsvarer kr. 42 119 for Oslo og kr. 28 450 for Norge ved inngangen til 2012 (Krogsveen, 2022c; Krogsveen, 2022b). For leieinntektene tar vi utgangspunkt i SSBs leiemarkedsundersøkelse, og den gjennomsnittlige leieprisen per kvadratmeter som tilsvarer henholdsvis kr. 1 910 og kr. 1 310 for Oslo og Norge i 2012. I de tilfellene hvor strøm og oppvarming er inkludert i leien, vil netto leieinntekter naturligvis avvike noe fra leien som er oppgitt i leiemarkedsundersøkelsen, men vi velger å se bort i fra disse tilfellene i vår analyse (SSB, u.d.b).

I tillegg velger vi å kompensere for at gjennomsnittstallene vi legger til grunn er basert på gjennomsnittstall for alle boliger, og ikke bare utleieboliger kjøpt i 2012. Det er rimelig å anta at de som investerer i utleiebolig ikke kjøper gjennomsnittsboligen, men en bolig som gir høye leieinntekter relativt til kjøpsprisen. I gjennomsnittstallene for utleie er det verdt å merke seg at majoriteten av utleieboligene er kjøpt før 2012, siden snittet ikke bare er tar utgangspunkt i nye kontrakter (SSB, 2021a). Med andre ord vil sannsynligvis flere av disse utleieobjektene være kjøpt på et tidligere tidspunkt til en lavere kostpris, og investoren vil følgelig kreve en lavere leie for å få en positiv nåverdi på sin investering. Vi velger derfor å utelate ledighet, samt redusere kjøpsprisen med 10% og øke leieinntektene med 10%.

Vi velger å legge til grunn årlige felleskostnader på kr. 15 000 for år 2012, som etter inflasjonsjustering tilsvarer drøyt kr. 19 500 for 2021. Dette er basert på et anslag fra eiendomsmegler Morten Natland på kr. 25 per kvadratmeter for 2022 (Se vedlagt mailkorrespondanse i

Vedlegg).

Videre anslår vi at årlige vedlikeholdskostnader tilsvarer kr. 11 000 for 2012. Anslaget tar utgangspunkt i datasettet lagt til grunn i «Bokostnadsindeksen for norske husholdninger 2020» utført av Samfunnsøkonomisk analyse på oppdrag for Huseierne (Benedictow & Gran, 2020). Tallgrunnlaget for bokostnadsindeksen i perioden 2010-2020, samt en prognose for 2021, fikk vi tilsendt i en Excel-fil fra Huseierne. Ved inngangen til 2012 hadde en gjennomsnittlig bolig på 120 kvadratmeter om lag kr. 19 600 i vedlikeholdskostnader, tilsvarende kr. 163 per kvadratmeter årlig. Multipliserer vi dette med størrelsen på boligen i vårt eksempel får vi omtrent kr. 10 600. Det er rimelig å anta at vedlikeholdskostnadene ikke øker proporsjonalt med størrelsen på leiligheten, og vi legger derfor til grunn en noe høyere vedlikeholdskostnad per kvadratmeter enn hva tallene for en bolig på 120 kvadratmeter tilsier.

Vi mener det er rimelig å anta at en profittmaksimerende investor vil ønske å minimere kostnader knyttet til en utleiebolig, og antar følgelig at vedlikeholdskostnadene for en leilighet på 65 kvadratmeter tilsvarer kr. 11 000. Andre utleiekostnader setter vi til kr. 6 000 i år 2012, og inflasjonsjusterer for de påfølgende årene. Denne kostnadsposten inkluderer forsikring, som ifølge datasettet lagt til grunn i bokostnadsindeksen tilsvarte omtrent kr. 2800 i 2012 for en bolig på 65 kvadratmeter. Vi legger på drøyt kr. 3000 som en buffer for å dekke uforutsette kostnader, som alternativt kan anses som kompensasjon for egeninnsats knyttet til utleie. Vi velger å holde egeninnsats utover dette utenfor analysen, og antar at dette er tilstrekkelig for en kostnadsminimerende investor som ønsker å vie minst mulig tid til investeringen.

Vi legger til grunn andre kostnader ved kjøp på kr. 7500 for tinglysningsgebyr og etableringsgebyr for boliglånet. Denne kostnaden reduseres til kr. 600 dersom boligen ikke er belånt, siden gebyret for tinglysning utgjør omtrent kr. 600 (Kartverket, 2022). Videre legger vi også til 2,5% i dokumentavgift ved kjøp. Det er stor variasjon i kostnader knyttet til salg av bolig, og de siste årene har det vokst frem flere alternativer til tradisjonelle salgsmetoder (ved hjelp av megler). Ved å bruke for eksempel DNB Samsolgt, Propr eller eiendomsadvokater kan eieren slippe høye meglerhonorarer og minimere salgskostnadene. Eksempelvis tilbyr DNB Samsolgt en pakke til kr. 60 000, Propr en pakke til omtrent kr. 28 000 og Codex advokatselskap tilbyr meglerpakker mellom kr. 45 000 og kr. 60 000 (Codex Advokat, u.d.; DNB Eiendom; Propr, u.d.). Med bakgrunn i disse tallene, velger vi å legge til grunn kr. 40 000 i salgskostnader.

I 2016 ble det innført eiendomsskatt på eiendommer i Oslo. I første omgang ble det gitt et bunnfradrag på kr. 4 000 000 for boliger, som senere økte til kr. 4 600 000 i årene 2018 og 2019, før det igjen ble nedjustert til kr. 4 000 000 for 2020 og 2021. Eiendomsskattegrunnlaget tilsvarer 70% av boligverdien, hvor skattegrunnlaget på kr. 4 000 000 vil tilsvare en markedsverdi på omtrent kr. 5 700 000. Siden markedsverdien i vårt eksempel aldri overstiger kr. 5 700 000 vil ikke utleieboligen i Oslo komme i eiendomsskatteposisjon (SSB, u.d.c; Oslo Kommune, u.d.). I landet for øvrig legger vi til grunn en gjennomsnittlig eiendomsskatt på 5,7-5,9 promille for perioden (SSB, 2021b). Imidlertid varierer bunnfradraget mye fra kommune til kommune, så vi legger til grunn et bunnfradrag på kr. 260 000 og et eiendomsskattegrunnlag på 100% av boligverdien (Pihl, 2021). Dette forutsetter at skattemyndighetenes markedsverdi tilsvarer virkelig verdi.

Videre i analysen velger vi å legge til grunn et avdragsfritt lån (rammekreditt) med en belåningsgrad på 65%, tilsvarende en EK-grad på 35%, for å finne rentekostnadene dersom eiendommen er belånt. I dag ville imidlertid ikke en EK-grad på 35% muliggjøre kjøp av sekundærbolig i Oslo, da det stilles krav til 40% egenkapital i hovedstaden (Boliglånsforskriften, 2020, §5). I forbindelse med boliglånsrenten tar vi utgangspunkt i renter på utestående rammelån til husholdninger med pant i bolig, fra banker og kredittforetak. SSB oppgir kvartalsvis gjennomsnittrente, hvor vi har beregnet årlig gjennomsnittrente for hvert enkelt år i analyseperioden, og lagt dette til grunn i beregningen av rentekostnadene (SSB, u.d.d). Til opplysning tilsvarer dette en gjennomsnittrente for hele analyseperioden på 2,97%.

Vi legger til grunn en løpetid på lånet på 10 år og antar avdragsfrihet for hele analyseperioden. Det kan argumenteres for at avdragsfrihet over flere år kan være vanskelig å få gjennomslag for i praksis, men dette gjør de tre investeringsalternativene sammenlignbare, selv med belåning. I tillegg er dette snakk om en investering i en gjenstand med en antatt høy restverdi, og som genererer månedlige inntekter. Dette anser vi som et slagkraftig argument i forhandlinger om avdragsfrihet. Det bør nevnes at boliglånsforskriften stiller krav til at dersom lånet overstiger 60% av boligens verdi, skal det betales avdrag. Tidligere var dette kravet på 70% før man kunne få avdragsfrihet (Finanstilsynet, 2018; Boliglånsforskriften, 2020, §5). Dette styrker antakelsen om avdragsfrihet i perioden, og muliggjør 65% belåning ved rammekreditt i 2012. Det er verdt å merke seg at tallene for Oslo og Norge til venstre i Tabell 5.5.1 tar utgangspunkt i 35% egenkapital og de to resterende avkastningstallene tar utgangspunkt i 100% egenkapitalfinansiering. For mer informasjon tilknyttet beregningene som er foretatt, henvises det til Vedlegg.

Nettoavkastning, Utleiebolig	35% EK		100% EK	
	Oslo	Norge	Oslo	Norge
Kjøpesum	2 525 561	1 705 933	2 525 561	1 705 933
Salgssum utleiebolig ved utløpsperioden	4 610 291	2 676 956	4 610 291	2 676 956
Salgsgevinst	2 084 730	971 023	2 084 730	971 023
Skatt på salgsgevinst	458 641	213 625	458 641	213 625
Netto salgsgevinst	1 626 090	757 398	1 626 090	757 398
Netto leieinntekter før skatt	854 575	394 450	1 349 691	731 124
Skatt på leieinntekter	204 916	93 296	329 754	178 246
Netto leieinntekter etter skatt	649 659	301 154	1 019 938	552 877
Total nettoavkastning etter skatt	2 275 748	1 058 552	2 646 027	1 310 276
Total nettoavkastning etter skatt (%)	90,11%	62,05%	104,77%	76,81%
<b>Årlig nettoavkastning (%)</b>	<b>9,01%</b>	<b>6,21%</b>	<b>10,48%</b>	<b>7,68%</b>
Nettoavkastning på EK (%)	257,45%	177,29%	104,77%	76,81%
<b>Årlig nettoavkastning på EK (%)</b>	<b>25,75%</b>	<b>17,73%</b>	<b>10,48%</b>	<b>7,68%</b>

Tabell 5.5.1: Nettoavkastning ved investering i utleiebolig i Oslo og i Norge

Uavhengig av belåning får vi for Oslo en kjøpesum på boligen tilsvarende kr. 2 525 561 inklusiv dokumentavgift, samt en salgspris på kr. 4 610 291 lagt boligprisveksten i perioden til grunn. Den skattepliktige salgsgevinsten blir derfor på kr. 2 084 730 med en tilhørende skatt på kr. 458 641, som gir en netto salgsgevinst den 31.12.2021 på kr. 1 626 090.

I tilfellet med 35% egenkapital, får vi totale netto leieinntekter tilsvarende kr. 649 659, som sammen med salgsgevinsten gir en totalavkastning på kr. 2 275 748 eller 90,11% for Oslo. For hele landet får vi en totalavkastning på kr. 1 058 552 eller 62,05%, ved å følge samme fremgangsmetode. Dette tilsvarer et årlig aritmetisk gjennomsnittlig på 9,01% og 6,21% for en treroms leilighet på 65 kvadratmeter i henholdsvis Oslo og landet ellers. Denne totalavkastningen tilsier en årlig egenkapitalavkastning på 25,75% for Oslo og 17,73% for landet.



Hadde derimot boligen ikke vært belånt, men derimot vært 100% egenkapitalfinansiert, gir det en gjennomsnittlig årlig avkastning på henholdsvis 10,48% og 7,68% for Oslo og landet. Dette illustrerer også effekten av giring, som nevnt i Kapittel 2.6.

Vi forutsetter at Sharpe-raten ikke endres med økt belåning, siden en økt belåningsgrad øker avkastningen proporsjonalt til risikoen, sett bort i fra etableringsgebyret ved boliglån. Videre finner vi standardavviket ved å regne et vektet gjennomsnitt av standardavvikene for leieprisene og boligprisen, basert på andel av nettoavkastningen som stammer fra henholdsvis leieprisvariasjon og boligprisvariasjon. Vi får derfor følgende Sharpe-rate for en ubelånt eiendom:

<b>Sharpe-rate, Utleiebolig, 100% EK</b>		
	<b>Oslo</b>	<b>Norge</b>
Standardavvik, boligpriser	6,69%	3,19%
Standardavvik, leiepriser	0,92%	1,11%
Andel av avkastning fra boligprisvekst	69,83%	57,80%
Andel av avkastning fra leiepriser	30,17%	42,20%
Totalt standardavvik	4,94%	2,31%
Total avkastning	10,48%	7,68%
Risikofri rente	0,80%	0,80%
<b>Sharpe Ratio</b>	<b>1,96</b>	<b>2,97</b>

Tabell 5.5.2: Sharpe-rate for utleiebolig ved 100% EK-finansiering, Oslo og Norge

Vi får en Sharpe-rate på 1,96 for Oslo og 2,97 for Norge. Til tross for en høyere avkastning i Oslo, får vi en betydelig lavere Sharpe-rate. Differansen i totalavkastningen kompenseres ikke for et høyere standardavvik som følge av mer volatile boligpriser i Oslo, og forklarer differansen i risikjustert avkastning mellom de to utleieboligene i vårt eksempel.

## 6. Sammenligning

### 6.1. Nettoavkastning før formuesskatt

I de tidligere kapitlene har vi gått i dybden på de tre investeringsalternativene fond, crowdlending og utleiebolig. Vi har sett på markedene de opererer i, kostnader ved investering, risikomomenter og netto avkastning. For alle tre aktivklassene legger vi til grunn at investoren ønsker å minimere kostnader og oppnå en så høy risikojustert avkastning som mulig.

En investor som investerte i KLP AksjeNorge Indeks ville oppnådd en gjennomsnittlig nettoavkastning på 14,54% årlig. For crowdlending fant vi ut at den årlige nettoavkastningen var på 8,16%. For utleiebolig i Oslo får vi en årlig nettoavkastning for perioden på 10,48%, og 7,68% for landet som helhet. Avkastningstallene er oppsummert i tabellen under.

Årlig avkastning i %	
Fond	14,54%
Crowdlending	8,16%
Utleiebolig, Oslo	10,48%
Utleiebolig, Norge	7,68%

Tabell 6.1.1: Årlig avkastning i % ved 0% belåning

### 6.2. Systematisk og usystematisk risiko i de tre investeringsalternativene

De tre aktivklassene i vår analyse skiller seg fra hverandre på flere områder, og nettoavkastningen i seg selv er ikke nok til å avgjøre hvilken investering som har vært «best» i perioden. Risikoen investoren har tatt for å oppnå avkastningen er avgjørende. I Kapittel 2.4 definerte vi risiko gjennom systematisk og usystematisk risiko. En utfordring ved sammenligningen av risikojustert avkastning ved disse tre investeringsalternativene, er at de er eksponert mot ulik risiko.

Et norsk indeksfond vil være eksponert mot hele det norske aksjemarkedet, og er følgelig veldiversifisert. Det innebærer lav usystematisk risiko knyttet til dette investeringsalternativet.

På motsatt side finner vi investeringene i utleiebolig, hvor hele investeringskapitalen er bundet opp i én enkelt gjenstand i vår analyse. Fra et diversifiseringsperspektiv kan det argumenteres for at det er ikke er mulig for privatpersoner å inneha en veldiversifisert portefølje bestående av utleieboliger, da det foreligger en øvre grense på 4 enheter før man anses som næringspliktig. Crowdlending kan plasseres mellom disse to alternativene med tanke på diversifisering, siden investoren kan redusere usystematisk risiko ved å investere i mange ulike lån. I sistnevnte vil motpartsrisiko være betydelig, fordi investorens avkastning avhenger av prestasjonen til selskapene det lånes ut penger til. I fond kan det argumenteres for at den høye graden av diversifisering minimerer denne motpartsrisikoen, mens i utleiebolig kan investoren i større grad kontrollere motpartsrisikoen gjennom eksempelvis valg av leietakere.

Når det gjelder systematisk risiko, er det flere makroøkonomiske faktorer som vil ramme alle de tre aktivaklassene. En renteøkning vil gjøre investeringer dyrere for bedrifter, noe som taler for lavere forventet avkastning for fond, og lavere etterspørsel etter crowdlending. På en annen side taler høyere renter for økte renteinntekter for crowdlendinginvestoren, slik at effekten i dette markedet kan være tvetydig. Videre taler økte renter for økte rentekostnader for lånefinansierte investeringer og lavere boligprisvekst, noe som svekker forventet avkastning i en boliginvestering. Det er også rimelig å anta at faktorer som økt alminnelig skattesats, økt arbeidsledighet eller negative økonomiske sjokk vil være eksempler på systematisk risiko som rammer alle tre investeringsalternativer.

## 6.3. Sammenligning av risikojustert avkastning

### 6.3.1. Fond

I Kapittel 3.6 fant vi at Sharpe-raten til KLP AksjeNorge Indeks var på 1,58 for den aktuelle tidsperioden vi analyserer. Dette forteller oss at fondet har gitt meravkastning tatt risikoen i betraktning, eller en avkastning utover risikofri rente på 1,58 per enhet risiko.

### 6.3.2. Crowdlending

I Kapittel 4.5 fant vi at Sharpe-raten til crowdlendinginvesteringen var på 13,38. Dette er usedvanlig høyt, og tilsier en svært høy risikojustert avkastning. Sharpe-raten er et utbredt måltall for å sammenligne risikojustert avkastning på tvers av investeringer fordi den er enkel

å beregne. Dette skaper også utfordringer. En utfordring er at all volatilitet betegnes som risiko gjennom standardavviket, fordi det forutsettes at datagrunnlaget er normalfordelt. Dette innebærer at oppsiden vektlegges like mye som nedsiden i Sharpe-raten, mens risiko gjerne forbindes med sannsynligheten for tap i vurderingen av investeringsalternativer. En mulig løsning på dette problemet, er å anvende Sortino-rate, en variasjon av Sharpe-rate som kun hensyntar standardavviket av negative avkastningsobservasjoner (Kenton, 2020). I vår analyse av crowdlendingmarkedet er datagrunnlaget begrenset siden det kun er tilgjengelig data for 4 år i Norge. I denne perioden har nedsiden for investoren, representert ved gjennomsnittlig konstaterte tap på 0,31%, vært lav. Dette, kombinert med lav variasjon på oppsiden gjennom stabile utlånsrenter i perioden, bidrar til minimale svingninger i nettoavkastningstallene, slik at utfordringen med standardavviket også vil gjøre seg gjeldende i Sortino-raten.

Crowdlending er et relativt nytt fenomen både nasjonalt og globalt. Vi vet ikke hvordan markedet og investorens avkastning ville respondert på eksempelvis en større finanskriser. Det er rimelig å anta at en finanskriser vil medføre høyere tap i crowdlendingmarkedet, noe som vil ramme investoren hardt og reduseres Sharpe-raten betraktelig.<sup>11</sup> En økning i konstaterte tap vil i tillegg redusere investorens avkastning ytterligere grunnet asymmetrien i skattleggingen. Under gjeldende skattereglement vil investoren bære tapet i sin helhet, samtidig som gevinsten skattlegges som øvrig kapitalinntekt med 35,20% i 2022. Med andre ord, får ikke investoren skattefradrag for tap. For å illustrere hva dette innebærer i praksis, kan vi konstruere et eksempel basert på analysen i Kapittel 4.5. Alt annet likt, kan vi undersøke hvor høye de konstaterte tapene kunne vært i 2021 før investorens nettoavkastning blir redusert til 2% (som vi antar er mulig å oppnå tilnærmet risikofritt). Vi finner at dette tilsvarer konstaterte tap på 3,42%, som kan illustreres ved å benytte formelen presentert i Kapittel 4.5:

$$R = \frac{pY(1-t) - (1-p)I}{I}$$

$$R = \frac{(1 - 3,42\%) * 500\,000 * 8,21\% * (1 - 31,68\%) - 3,42\% * 500\,000}{500\,000} = 2\%$$

Formel 6.3.1: Stresstest av crowdlending

<sup>11</sup> Til sammenligning hadde det amerikanske hedgefondet Long-Term Capital Management (LTCM) på et tidspunkt en Sharpe-rate på 4,35 (Lux, 2002). Fondet investerte primært i «out-of-the-money»-obligasjoner, noe som ga stabil avkastning til et lavt standardavvik. LTCM var sterkt gjeldsfinansiert og hadde en stor posisjon i russiske statsobligasjoner. Da Russland misligholdt gjelden sin i 1998, tapte hedgefondet flere hundre millioner dollar per dag (Hayes, 2021).

For enkelhets skyld har vi her satt investeringsbeløpet til kr. 500 000. Videre sier diversifiseringsteorien lagt frem i Kapittel 2.4 at en veldiversifisert portefølje består av 10-15 aktiva. Forutsatt at investoren har investert like mye i hvert av lånene, vil porteføljen ha et konstatert tap på mellom 6,67% (1/15) og 10% (1/10) dette året dersom ett av lånene går tapt i sin helhet. Ved bruk av samme formel og antakelser som over, innebærer det en nettoavkastning på henholdsvis -1,44% og -4,95%. Dette poenget illustrerer hvor sensitiv investorens avkastning er for konstaterte tap, akselerert av skjevheter i skattleggingen, og fremgår ikke av den tidligere beregnede Sharpe-raten. På en annen side, kan vi ikke utelukke at den lave tapsandelen eksempelvis skyldes dyktighet fra plattformene som innvilger lån. Det oppfordres likevel til å se på beregnet Sharpe-rate med skeptisisme, da den reelle risikoen over tid kan være høyere enn det som er lagt til grunn i denne analysen.

Det er også verdt å reflektere litt rundt det årlige investeringstaket på kr. 1 000 000 på tvers av alle plattformer i crowdlending. Som vi har vært inne på, er oppsiden definert ved at investoren til enhver tid vet maksimal avkastning en kan oppnå. Tar vi utgangspunkt i våre beregninger, er det snakk om en årlig nettoavkastning (ekskludert renters renter ved kontinuerlig reinvestering over tid) på 6,15%. Med andre ord vet investoren at ved å plassere så mye penger som mulig i crowdlending, vil investeringen i beste fall kaste av seg drøye kr. 60 000. Nedsiden er derimot ikke definert. Legger investoren kun historiske tall til grunn, kan det argumenteres for at investeringen synes å være tilnærmet risikofri, og følgelig at den risikojusterte avkastningen er svært høy. Hvis derimot investoren tar innover seg hvor sensitiv nettoavkastningen er for en økning i konstaterte tap, og ser dette i lys av maksimal oppnåelig avkastning, kan dette implisere at forventningene om risikojustert avkastning bør ligge lavere enn hva Sharpe-raten antyder.

### **6.3.3. Utleiebolig**

For utleiebolig som investeringsalternativ får vi en Sharpe-rate på 1,96 og 2,97 for henholdsvis Oslo og landet for øvrig. Det er verdt å merke seg at selv om en utleiebolig i Oslo har gitt en høyere totalavkastning i perioden, tilsier Sharpe-raten at investoren ikke har blitt kompensert for den ekstra risikoen en Osloleilighet medfører, relativt til en utleiebolig ellers i landet. Som nevnt tidligere måles all risiko gjennom standardavviket. Når volatilitet og risiko sidestilles, vil store svingninger i boligprisene trekke ned den risikojusterte avkastningen, selv om

boligprisveksten som regel har vært positiv. Dette trekker ned Sharpe-raten for utleiebolig i Oslo.

### 6.3.4. Risikojustert avkastning

Sharpe-rate	
Fond	1,58
Crowdlending	13,38
Utleiebolig, Oslo	1,96
Utleiebolig, Norge	2,97

Tabell 6.3.1: Sharpe-rate i de tre aktivaklassene

I vår analyse finner vi at crowdlending har hatt desidert høyest risikojustert avkastning, etterfulgt av utleiebolig i Norge, utleiebolig i Oslo og fond. Det er stor usikkerhet knyttet til estimatet til crowdlending, primært drevet av manglende data og svakheter ved Sharpe-rate som mål på risikojustert avkastning for denne aktivaklassen. Likevel virker det å være liten tvil om at crowdlending har gitt en høy risikojustert avkastning i den aktuelle perioden, siden registrerte tapstall er svært lave. Hvorvidt man kan forvente samme utvikling fremover er noe vi vil drøfte i neste kapittel. Videre har både utleiebolig og fond gitt en god risikojustert avkastning, hovedsakelig drevet av relativt høy boligprisvekst og avkastning i aksjemarkedet.

## 6.4. Formuesbeskatning

Formuesskatten er en skatt som fastsettes på grunnlag av privatpersoners nettoformue. Innslagspunktet sikrer at de med lavere formue ikke skatter av sine eiendeler, og skatten er progressiv i den forstand at personer med formue høyere enn innslagspunktet kommer i skatteposisjon.

Formuesskatten favoriserer visse formuesobjekter, slik som primærbolig og fritidseiendom. Dette skyldes at man får en reduksjon i ligningsverdi på enkelte eiendeler, en såkalt verdsettelsesrabatt. Det gis ingen verdsettelsesrabatt for crowdlending (ligningsverdi på 100%

i hele perioden), men for de øvrige investeringsalternativene er verdsettelsesrabattene og formuesskattesatsen for de ulike årene i analyseperioden presentert i Tabell 6.4.1.<sup>12</sup>

<b>Verdsettelsesrabatt, Aksjefond og Utleiebolig, 2012-2021</b>			
<b>År</b>	<b>Aksjefond</b>	<b>Utleiebolig</b>	<b>Formuesskattesats</b>
2012	0%	60%	1,10%
2013	0%	50%	1,10%
2014	0%	40%	1,00%
2015	0%	30%	0,85%
2016	0%	20%	0,85%
2017	10%	10%	0,85%
2018	20%	10%	0,85%
2019	25%	10%	0,85%
2020	35%	10%	0,85%
2021	45%	10%	0,85%
2022	25%	5%	0,95%

Tabell 6.4.1: Verdsettelsesrabatt for aksjefond og utleiebolig i perioden 2012-2021

En lavere verdsettelsesrabatt fører til et høyere grunnlag for beregning av formuesskatt, noe som isolert sett vil øke formuesskatten til personer i formuesskatteposisjon. I det følgende vil vi illustrere det totale skattetrykket fra formuesskatten for de respektive aktivaklassene, gitt de presenterte satsene over og at investoren er i skatteposisjon fra første krone investert. Eksempelvis kan investoren ha et bankinnskudd tilsvarende bunnfradraget og være gjeldfri, slik at alle investeringene er egenkapitalfinansiert. Det er verdt å merke seg at bunnfradraget varierer i tidsperioden vi ser på. Dette vil ikke ha noen innvirkning i vår analyse, da vi velger å anta at nettoformuen før investeringen er null. Slik får vi illustrert effekten av formuesskatten i sin helhet. Videre henføres skattekostnadene til årene de påløper, selv om betalingen i realiteten ikke skjer før året etter.

I regnestykket ser vi at skattekostnaden knyttet til formuesbeskatning varierer en god del mellom aktivaklassene over tid. I Tabell 8.6 og Tabell 8.7 i vedlegget ser vi at utleiebolig har en lavere skattekostnad enn aksjefond tidlig i perioden, men fra 2017 har aksjefond fått et lavere skattetrykk relativt til utleiebolig. Illustrert i tabellen under ser vi den totale formuesbeskatningen av de ulike investeringsalternativene i perioden. Tallene i prosent viser hvor stor andel av investert beløp som totalt betales i formuesskatt i løpet av den aktuelle perioden.

<sup>12</sup> Rabattene fra 2012-2019 er hentet fra Statsbudsjettene i perioden og tilhørende Prop. 1 LS og rabattene fra 2020-2022 er hentet fra Skatteetaten (Skatteetaten, u.d.i).

Formuesskatt, 100% EK		
	Total Formuesskatt	Formuesskatt i % av investert beløp
Aksjefond	145 107	14,51%
Crowdlending	63 459	12,69%
Utleiebolig, Oslo	244 256	9,67%
Utleiebolig, Norge	147 024	8,62 %

Tabell 6.4.2: Formuesbeskatning i perioden

Det fremgår av tabellen over at aksjefond vil ha høyest formuesskatt relativt til investert beløp. Dette er hovedsakelig på grunn av at verdistigningen utligner verdsettelsesrabatten man oppnår fra 2018-2021 ved å ha kapital plassert i aksjefond. På grunn av fraværet av verdsettelsesrabatt for crowdlending vil også denne aktivaklassen rammes hardt av formuesskatten. Derimot har utleiebolig et lavere skattetrykk fra formuesskatten, selv om verdistigningen i Oslo trekker formuesskatten i prosent av investert beløp opp med nesten 1% relativt til utleiebolig i Norge for øvrig.

## 6.5. Absolutt netto avkastning

I dette delkapittelet ser vi på den absolutte nettoavkastningen etter vi trekker fra formuesbeskatningen. Vi legger til grunn to eksempler, et med 0% belåning og et med 65% belåning. Som nevnt antar vi for begge tilfellene at investoren har en nettoformue fratrukket bunnfradraget på null hvert år, eksklusiv investeringene i de ulike aktivaklassene. Med andre ord ser vi på nettoavkastningen isolert sett, gitt at investoren er i formuesskatteposisjon fra første krone investert. I tilfellet uten belåning, vil følgelig det investerte beløpet til enhver tid være skattepliktig i sin helhet, men aktivaklassene vil ha ulik verdsettelsesrabatt i perioden. I tilfellet med belåning, vil gjelden knyttet til hver enkelt investering bli fratrukket skattegrunnlaget og følgelig bli rabattert med samme sats som investeringen.

Videre legger vi til grunn avdragsfrihet på investeringslånene til henholdsvis crowdlending og fond, og tar utgangspunkt i den gjennomsnittlige boliglånsrenten fra Kapittel 5.5 med et rentepåslag på 3,5% for fond og 2% for crowdlending. Disse anslagene tar utgangspunkt i differansen mellom dagens boliglånsrente og renten på verdipapirbelåning som man kan få hos eksempelvis Nordnet (Nordnet, 2022c). I tillegg foretar vi en antakelse om at lån til



crowdlending kan fås til en noe lavere rente, siden investeringen genererer en månedlig passiv inntekt som kan benyttes til å betjene lånet.

Vi velger også å legge til grunn forskjellige låntyper; et avdragsfritt lån der renter tilbakebetales ved salg av fondet (bulletlån), og et avdragsfritt lån der rentene betales fortløpende for crowdlending. Dette fordi vi antar at investor kun kjøper og selger fondet en gang, og følgelig ikke realiserer inntekter underveis. For crowdlending vil investoren motta løpende inntekter på investeringene som kan benyttes til å betjene rentekostnadene fortløpende. Det samme gjelder for utleiebolig, hvor vi også antar et avdragsfritt lån. Figuren under viser den årlige nettoavkastningen etter kostnader, skatt på løpende inntekter, gevinstbeskatning og formuesskatt dersom investeringene er fullstendig egenkapitalfinansiert og ved 65% belåning.

Nettoavkastning på EK etter formuesskatt				
	Fond	Crowdlending	Utleiebolig	
			Oslo	Norge
<b>100% EK</b>				
Total nettoavkastning	130,90%	68,90%	95,10%	68,19%
Årlig nettoavkastning	<b>13,09%</b>	<b>6,89%</b>	<b>9,51%</b>	<b>6,82%</b>
<b>35% EK</b>				
Total nettoavkastning	294,72 %	124,65 %	242,25%	165,09%
Årlig nettoavkastning	<b>29,47 %</b>	<b>12,46 %</b>	<b>24,22 %</b>	<b>16,51 %</b>
Giringeffekt	125%	81%	155%	142%

Tabell 6.5.1: Absolutt netto avkastning med 100% EK og 35% EK

Det fremgår av tabellen over at fond gir den høyeste ubelånte nettoavkastningen etter formuesbeskatning med ca. 13% årlig, etterfulgt av ca. 9,5% for utleiebolig i Oslo, og i underkant av 7% for crowdlending og utleiebolig i Norge. Ved belåning er avkastningen på egenkapitalen 29,5% årlig for fond, etterfulgt av utleiebolig i Oslo på ca. 24%, utleiebolig i Norge på ca. 16,5% og crowdlending på ca. 12,5%. Dette illustrerer effekten av belåning, og hvordan det å lånefinansiere investeringer øker avkastningen på egenkapitalen. Som presentert i Kapittel 2.6, kan denne giringeffekten forklares ved hjelp av brekkstangformelen. Ettersom totalavkastningen ( $R_{TK}$ ) har vært høyere enn gjeldsrenten ( $R_D$ ) for samtlige investeringsalternativer i den aktuelle tidsperioden, ser vi at belåning ville økt egenkapitalavkastningen ( $R_{EK}$ ) til investoren. Når dette er tilfelle, vil egenkapitalavkastningen øke i takt med gjeldsgraden ( $\frac{D}{EK}$ ). Vi ser at den totale nettoeffekten av giring er høyest for

utleiebolig, etterfulgt av fond og crowdlending. Disse forskjellene kan forklares av ulike gjeldsrenter, samt ulik netto totalavkastning på grunn av blant annet forskjellige verdsettelsesrabatter.

Videre er det interessant å undersøke hvordan formuesskatten påvirker Sharpe-raten til investeringsalternativene. For å finne Sharpe-raten justert for formuesskatt, trekker vi skyldig formuesskatt fra årlig nettoavkastning. Deretter finner vi standardavviket til den (nye) årlige nettoavkastningen, og benytter samme risikofri rente på 0,8%.

<b>Sharpe-rate før og etter formuesskatt</b>		
	<b>Før formuesskatt</b>	<b>Etter formuesskatt</b>
Fond	1,58	1,42
Crowdlending	13,44	9,97
Utleiebolig, Oslo	1,96	1,86
Utleiebolig, Norge	2,97	2,63

*Tabell 6.5.2: Sammenligning av Sharpe-rate før og etter formuesskatt*

Av tabellen ser vi at formuesskatten reduserer Sharpe-raten til fond og utleiebolig noe. Ved å inkludere formuesskatt, reduseres både gjennomsnittlig avkastning og standardavvik for disse tre investeringsalternativene. Dette resulterer i en lavere Sharpe-rate, fordi den prosentvise nedgangen i avkastningen er større enn i standardavviket. Ved å inkludere formuesskatt i beregningen av nettoavkastningen for fond, ser vi at dette drar gjennomsnittlig nettoavkastningen for perioden 2017-2021 nærmere gjennomsnittet for hele perioden (2012-2021), noe som følgelig reduserer standardavviket. For crowdlending, hvor det ikke er verdsettelsesrabatt, innebærer formuesskatten en større reduksjon i nettoavkastningen. Grunnet endringer i formueskattesatsen underveis i perioden, øker standardavviket til crowdlending marginalt. Dette resulterer i en vesentlig nedgang i Sharpe-raten til crowdlending, og illustrerer godt hvorfor usikkerhet knyttet til datagrunnlaget reiser spørsmål til faktisk risikojustert avkastning for dette alternativet.

Den høye nettoavkastningen i fond kan forklares gjennom gode tider i aksjemarkedet, kombinert med en «dobbel» giringeffekt. Siden de fleste selskaper på Oslo Børs er gjeldsfinansiert vil et norsk indeksfond ha en iboende belåning, noe som i seg selv øker avkastningen (og risikoen). Videre kan den høye avkastningen for utleiebolig i Oslo tilskrives boligprisveksten de siste årene, kombinert med et relativt lavt rentenivå.

Tar vi risikoen i betraktning, er det fond som har gitt lavest risikojustert avkastning ifølge Sharpe-raten. Crowdlending gir høyest risikojustert avkastning, men preges av både usikkerheter knyttet til datagrunnlaget og svakheter ved Sharpe-rate som måltall. Det er likevel slik at vår analyse peker på at avkastningen for de ulike aktivaklassene øker med risikoen, da rangeringen mellom aktivaklassene er lik både når det gjelder avkastning og risiko målt ved standardavvik.

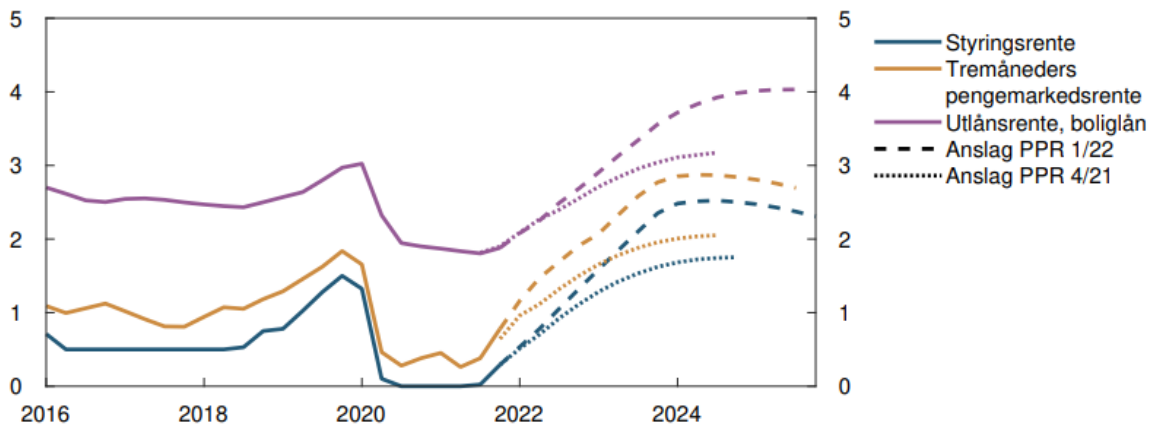
## 7. Tiden fremover

I dette kapitlet vil vi legge frem ulike faktorer vi mener kan påvirke nettoavkastningen i de tre investeringsalternativene fond, crowdlending og utleiebolig fremover. Vi vil gå inn på sentrale makroøkonomiske momenter, og politiske og juridiske reguleringer for å danne et bilde av forventet avkastning i tiden fremover.

### 7.1. Makrobildet

#### 7.1.1. Renter

Den 24. mars 2022 la Norges Bank frem siste Pengepolitiske rapport. Rapporten inneholder blant annet sentralbankens vurderinger av norsk økonomi og utsiktene for styringsrenten for en definert prognoseperiode, i dette tilfellet fra 2022 og ut 2024. Vi anser renteforventningene særlig relevant for våre investeringsalternativer, spesielt prognosene for styringsrenten og boliglånsrenten. I figuren under er disse prognosene illustrert:



Figur 7.1.1: Renteprognoser 2022-2025 (Norges Bank, 2022, s. 18)

Som det fremgår av figuren, forventes det at styringsrenten skal stige til over 2%, mens boliglånsrenten forventes å stige til 4% innen utgangen av 2024. Det er verdt å merke seg at anslagene har økt sammenlignet med utgangen av 2021 (4/21), og man kan ikke utelukke at anslagene heves ytterligere i tiden fremover. I en økonomi preget av høy gjeld hos både husholdninger og bedrifter, vil økte renter isolert sett svekke deres kjøpekraft. Ifølge

makroøkonomisk teori fører økte renter til en reduksjon i investeringer, slik at renteprognosene fra Norges Bank tilsier at privatinvestoren vil investere mindre i tiden som kommer.

### **7.1.2. Inflasjon**

Målet med Norges Bank sin pengepolitikk, med styringsrenten som hovedverktøy, er å holde veksten i konsumprisene (inflasjonen) rundt 2% over tid. I april 2022 ble 12-måneders endring i konsumprisene målt til 5,4%, som er den høyeste registrerte endringen siden oktober 2008 (Norges Bank, u.d.b). Det bør nevnes at energipriser inngår i KPI, og står for mye av veksten. Hvis vi ser på endringer i kjerneinflasjonen (KPI-JAE), altså holder avgiftsendringer og energivarer utenfor, er veksten for samme periode 2,6%. Til sammenligning var KPI-JAE 3,4% i oktober 2008.

Høy inflasjon kan ha tvetydig effekt på investeringer. I aksjemarkedet kan høy prisvekst på varer og tjenester øke inntjeningen til verdiselskaper. Vekstaksjer, som er priset ut ifra forventningen om fremtidig inntjening, svekkes gjerne i perioder med høy inflasjon og økte renter (US Bank, 2022). Obligasjoner og andre rentepapirer, som for eksempel crowdlending, svekkes ved høy inflasjon, fordi nåverdien av den fremtidige kontantstrømmen blir lavere. Alternativer hvor den løpende fremtidige kontantstrømmen ikke er fast, som for eksempel i eiendom, kan på sin side opprettholde realavkastningen ved at leieinntektene KPI-justeres.

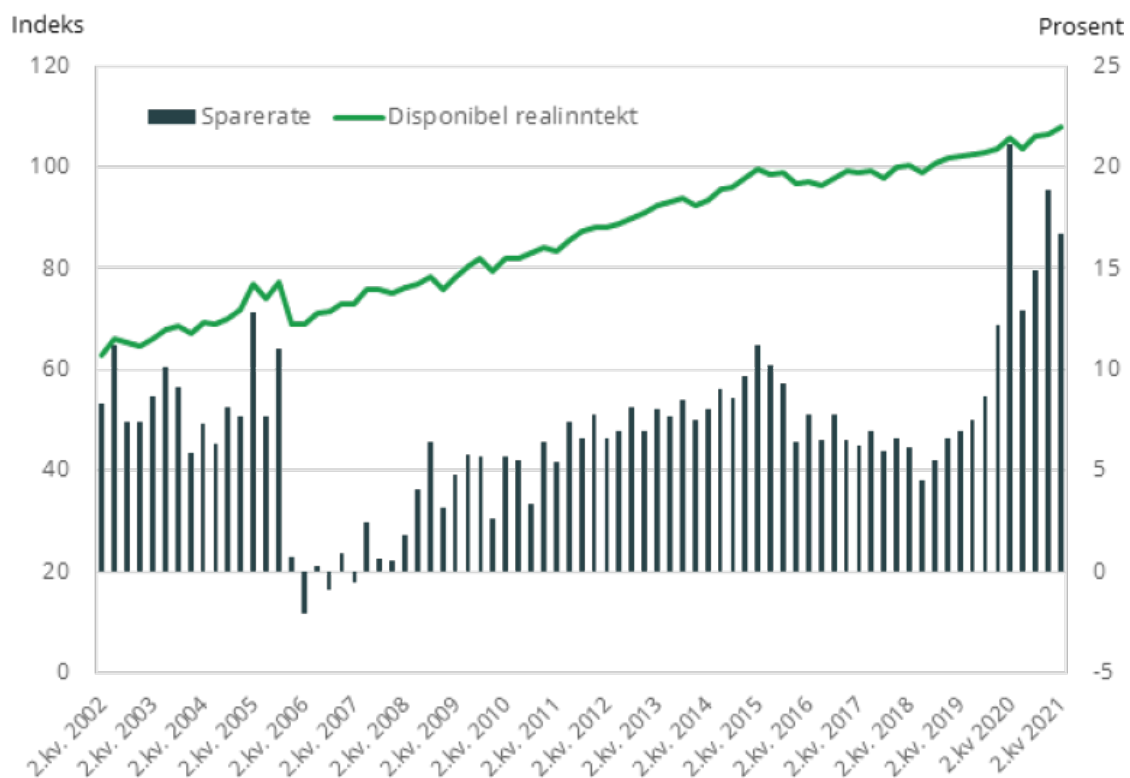
### **7.1.3. Lønnsvekst, arbeidsledighet, disponibel inntekt og sparing**

Økte renter og økt prisvekst på varer og tjenester taler for redusert disponibel inntekt blant husholdningene. Samtidig forventer Norges Bank en årslønnsvekst for 2022 på 3,7%, og at husholdningenes gjennomsnittlige realinntekt øker med 1,5% årlig i de kommende årene (Norges Bank, 2022, s. 23). Samtidig har arbeidsledigheten blitt redusert, og ventes også å holde seg lav de neste årene. Dette kombinert med en sterkere BNP-vekst enn ventet, taler isolert sett for en stabil norsk økonomi i tiden fremover (Norges Bank, 2022, s. 7).

Disponibel inntekt defineres ifølge SSB som «differansen mellom lønn, blandet inntekt, formuesinntekter, offentlige stønader og andre inntekter på den ene siden, og skatter, formuesutgifter og andre utgifter på den andre» (SSB, 2014). Med andre ord er disponibel inntekt den inntekten en husholdning har til rådighet etter at skatt og andre forpliktelser er

betalt. Videre defineres sparing i husholdningene som «Disponibel inntekt + Korreksjon for endring i husholdningenes netto pensjonsfond - Konsum i husholdninger» og sparerate som «Sparing som andel av disponibel inntekt for husholdningene» (SSB, 2014). Av disse definisjonene fremgår det at sparingen avhenger av skattenivået, som i stor grad påvirkes av myndighetene, men også reallønnsvekst og privat konsum, som igjen avhenger av konsumprisindeksen. Felles for disse faktorene er at de påvirker størrelsen på investeringer til privatpersoner. Figur 7.1.2 viser nordmenns disponible inntekt og sparerate i tidsperioden 2002-2021:

**Figur 3. Disponibel realinntekt. Sesongjustert. 2018 = 100. Sparerate**



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

*Figur 7.1.2: Disponibel realinntekt og sparerate (Eidshagen, Monsrud, & Hirsch, 2021)*

I starten av vår analyseperiode, fra 2012 til 2015, ser vi en moderat vekst i spareraten og den disponible realinntekt. Selv om den disponible realinntekten har en positiv trend resten av perioden, ser vi en reduksjon i spareraten i tiden frem til 2019, etterfulgt av en kraftig økning i 2020.

En mulig forklaring på dette er at Covid-pandemien ser ut til å ha gitt store utslag på den norske spareadferden. Under nedstengingen og pandemien valgte nordmenn å spare en høyere

andel av sin disponible inntekt. Videre har det blitt rettet fokus mot kapitalgapet mellom kvinner og menn, hvor blant annet DNB gjennom sin kampanje «#huninvesterer» har påpekt at 80% av de private aksjeverdiene på Oslo børs i 2017 tilhørte menn. Siden lanseringen av denne kampanjen i 2019 og frem til utgangen av 2021 har antall nye, kvinnelige fondseiere økt med 160 % (DNB, 2021a; DNB, 2021b). På den annen side ser vi at noen skattesatser i Norge har økt noe etter regjeringsskiftet i slutten av 2021, som kan indikere at skattenivået kommer til å være noe høyere fremover enn den var i siste del av tiårsperioden i vår analyse.

Dermed blir spørsmålet hvordan spareraten vil utvikle seg fremover. Ved gjenåpning av landet er det rimelig å forvente at konsumet øker igjen. Det kan likevel tenkes at nordmenns nye sparevaner har gjennomgått en varig endring, og at spareraten vil stabilisere seg på et høyere nivå enn før pandemien.

#### **7.1.4. Stagflasjon**

Stagflasjon er kombinasjonen av stagnasjon i den økonomiske veksten og høy inflasjon. For investoren vil det bety lavere avkastning fordi den underliggende økonomiske veksten avtar, kombinert med at avkastningen blir «spist opp» av inflasjon. Den forventede realavkastningen blir følgelig mye lavere enn dersom makrobildet innebærer høy vekst og lav inflasjon (Stoltz, 2021).

For å motvirke inflasjon, kan sentralbanken som nevnt sette opp renten. Dersom den underliggende veksten er lav og arbeidsledigheten er høy, kan myndighetene risikere å føre landet inn i en lavkonjunktur og ytterligere forverre situasjonen. Dermed blir avveiningen hvorvidt inflasjonen skal ned eller om økonomien skal stimuleres. Det er heller ikke gitt at renteøkningen vil kunne motvirke inflasjonen tilstrekkelig, noe som kan føre til en ond spiral hvor befolkningens lønnsinntekter er for lave og vareprisene er for høye, slik at økonomien svekkes ytterligere. Et slikt scenario er neppe sannsynlig i Norge i dag, og situasjonsbildet i «Pengepolitisk rapport 1/22» fra Norges Bank tegner ingen overhengende fare for stagflasjon (Norges Bank, 2022). Dette inntrykket forsterkes ytterligere av en lav arbeidsledighet, og det er vanskelig å se for seg at en gradvis renteoppgang vil medføre stagflasjon. Dersom imidlertid økonomien rammes av en «mild stagflasjon», kan investoren forvente en lavere avkastning.

### 7.1.5. Befolkningsvekst og økt andel kvinner

I Norge i dag bor det rundt 5,5 millioner mennesker. I 2030 forventes det at dette har økt til i underkant av 5,9 millioner, i 2050 til 6,6 millioner og i 2095 forventes det en befolkning på 7,8 millioner mennesker (FN, 2020). Med en økende befolkning vil det være flere som etterspør varer og tjenester, som isolert sett er positivt for mange selskapers fremtidige inntjening, og følgelig positivt for avkastningen til investoren. Det virker rimelig å anta at risikovilje i forbindelse med investeringer er fallende med alder. Unge har gjerne en lang sparehorisont, mens eldre gjerne trapper ned risikoen for å minimere sannsynligheten for å tape oppsparte midler. En amerikansk studie av Liu & Spiegel (2011) indikerer at det kan være en sammenheng mellom befolkningens gjennomsnittsalder og avkastningen i aksjemarkedet. Studien viser at når andelen av befolkningen som kategoriseres som middelaldrene økte raskere enn den som kategoriseres som eldre, økte P/E-ratene<sup>13</sup> i aksjemarkedet i USA. I motsatt fall, befinner vi oss nå i en situasjon hvor andelen av befolkningen som kategoriseres som eldre forventes å øke. Siden eldre gjerne er netto-selgere i aksjemarkedet, kan det tenkes at dette vil redusere etterspørselen i aksjemarkedet, noe som kan svekke lønnsomheten til aksjeinvesteringer fremover (Liu & Spiegel, 2011). Det er rimelig å anta at de samme mekanismene kan gjøre seg gjeldende også i Norge. På en annen side har vi eksempelvis veksten av kvinnelige investorer, som potensielt kan kompensere for redusert etterspørsel som følge av en eldre befolkning.

### 7.1.6. ESG

ESG står for «Environmental, Social and Governance», og er et sett med ikke-finansielle kriterier som benyttes for å vurdere hvordan selskaper hensyntar bærekraft. «Environmental» handler om hvordan selskapet hensyntar miljømessige forhold som eksempelvis utslipp av klimagasser, forbruk av energi og håndtering av avfall. «Social» omhandler selskapets behandling av sosiale forhold som for eksempel likestilling, sikkerhet og personvern. «Governance» handler om forretningssetiske forhold som korrupsjon, hvitvasking, bestikkelser og åpenhet rundt rapportering (Nordea, 2022b). Hvordan ulike selskaper forholder seg til ESG har blitt en del av den finansielle risikovurderingen blant investorer. I en undersøkelse

---

<sup>13</sup> P/E-rate = "Price-to-earnings"-rate. En høy P/E-rate indikerer en høy forventet inntjening i fremtiden og kan indikere at aksjen er overpriset. En lav P/E-rate kan indikere at aksjen er underpriset (Greiner, 2020).



gjennomført av PWC i 2021, fremgår det at 8 av 10 profesjonelle investorer mener at ESG-risiko er kritisk i investeringsbeslutninger (Chalmers, Cox, & Picard, 2021).

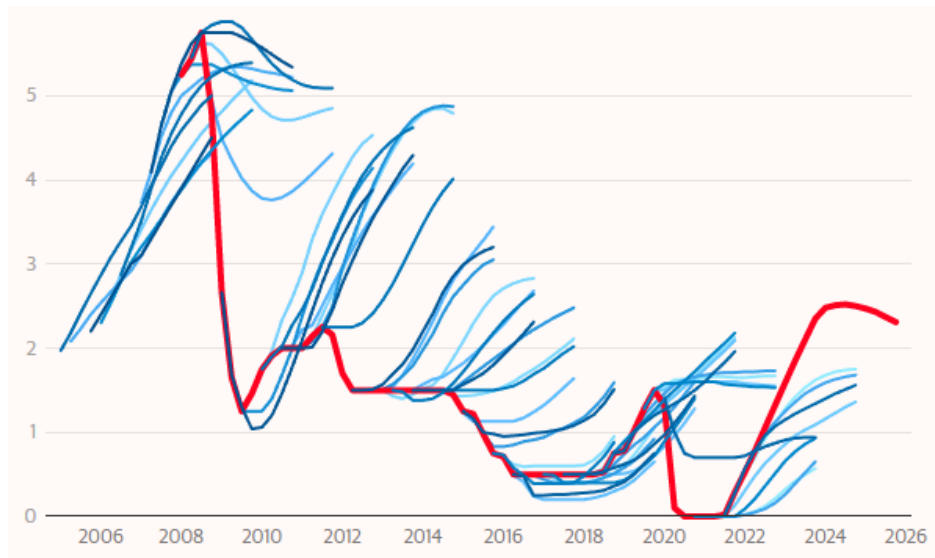
I samme rapport viser undersøkelser at 7 av 10 investorer mener at selskaper bør ta innover seg ESG-relaterte utfordringer, selv om det går utover kortsiktig lønnsomhet. Samtidig sier rundt halvparten at de enten stiller seg nøytrale, eller er villig til å akseptere lavere avkastning til fordel for bærekraft (Chalmers, Cox, & Picard, 2021). Det virker rimelig å anta at ESG-fokuset blant investorer har økt de siste årene. En undersøkelse gjennomført av EY i 2020 viser at 72% av profesjonelle investorer som vurderer ESG ved investeringsbeslutninger gjennomfører strukturerte ESG-vurderinger, sammenlignet med kun 32% to år tidligere (Bell, 2021). Den økende bevisstheten rundt ESG krever endringer fra eksempelvis «klima-fiendtlige» selskaper som kan gå utover deres lønnsomhet, noe investorer tilsynelatende har blitt mer tilbøyelige til å akseptere. Med andre ord søker ikke investoren utelukkende å maksimere risikojustert avkastning, men tar også innover seg ESG-hensyn i investeringsbeslutninger. Investorens totale nytte drives av både økonomiske og prososiale faktorer, som blant annet å gjøre verden til et bedre sted. Det kan tenkes at dette endrer selskapers adferd, da mange investorer har gått fra å være profittmaksimerende til velferdsmaksimerende (Hart & Zingales, 2017).

### **7.1.7. Krig og usikkerhet**

Krigssituasjonen i Ukraina er et eksempel på hvordan uforutsette økonomiske sjokk kan påvirke både nasjonal og global økonomi. Etter Russlands invasjon av Ukraina har flere råvarepriser, som for eksempel olje- og gassprisene, steget. I tillegg har situasjonen skapt problemer for flere selskaper som avhenger av disse landene når det kommer til handel, produksjon og distribusjon. Krigen har bidratt til at inflasjons- og styringsrenteforventningene internasjonalt har økt, noe som trolig kan forklare noe av volatiliteten i aksjemarkedet den siste tiden (Norges Bank, 2022, s. 5). Oslo Børs, som er relativ energitung, jf. Kapittel 3.2, har klart seg godt sammenlignet med for eksempel det amerikanske aksjemarkedet. Ser vi på tallene for de siste tre månedene, har hovedindeksen på Oslo Børs steget med over 7%, mens S&P500-indeksen har falt med over 5% i skrivende stund (E24, 2022a; E24, 2022b).

Økonomiske sjokk som for eksempel krig, pandemier og naturkatastrofer er risikomomenter privatinvestorer står overfor, men som er vanskelig å ta høyde for i beregningen av forventet avkastning. Til tross for at 2022 så langt har vært preget av stor usikkerhet blant både bedrifter

og husholdninger, konkluderer Norges Bank med at utsiktene til den norske økonomien er positive (Norges Bank, 2022, s. 8). Det bør nevnes at utsiktene til Norges Bank også er preget av usikkerhet, og at eksempelvis den forventede rentebanen kan endres med tiden. Sammenligner vi for eksempel historisk styringsrente og prediksjoner fra Norges Bank (Figur 7.1.3), ser vi at disse kan avvike fra hverandre. Den røde linjen viser faktisk historisk styringsrente med prognose fra mars 2022 og frem til 2025, og de blå linjene viser sentralbankens planlagte rentebane ved ulike tidspunkter.



Figur 7.1.3: Faktisk og planlagt styringsrente ved ulike tidspunkter (Erikstad, 2022)

## 7.2. De tre investeringsalternativene i tiden fremover

### 7.2.1. Fond

I den siste tiden har antall privatpersoner som eier aksjefond økt. Fra utgangen av 2019 til utgangen av april 2022 har antallet som eier aksjefond økt med rundt 32% (Verdipapirfondenes Forening, u.d.c). Året 2022 har så langt vært preget av høy volatilitet i aksjemarkedet, som kan assosieres med blant annet høy inflasjon, renteoppgang og krigssituasjonen i Ukraina. Likevel viser tall fra Verdipapirfondenes forening (VFF) at antall nye kunder som eier aksjefond har økt med ca. 13 000 hittil i år i skrivende stund. Videre viser tallene at norske personkunder ikke bare har hatt en positiv nettotegning i alle typer verdipapirfond, også i kategorien aksjefond og i KLP AksjeNorge Indeks (Verdipapirfondenes

Forening, u.d.c). Dette indikerer at til tross for økende renter, høy inflasjon og global markedsuro, har ikke norske personkunder redusert sin fondssparing.

Som vi så i Kapittel 3.6 er det i hovedsak tre variabler som er avgjørende for en investors nettoavkastning i fond; fondets avkastning, gevinstbeskatning og formueskatt. I tillegg vil naturligvis rentekostnaden på et eventuelt investeringslån gjøre seg gjeldende, dersom investoren er belånt. Økte renter og høy inflasjon forventes å skape usikkerhet i markedet og svekke forventet avkastning i fond på kort sikt. I motsetning til crowdlending og utleiebolig vil hele gevinsten ved fond knytte seg til realisasjon. Når diskonteringsrenten øker gjennom økte renter, taler dette isolert sett for en lavere nåverdi relativt til utleiebolig og crowdlending, som har løpende inntekter og følgelig en lavere gjennomsnittlig diskonteringsrenten. Dermed reduseres en større del av forventet fondsavkastning, da realisasjon ligger langt frem i tid.

Det kom frem i Kapittel 6.4 og 6.5 at formuesbeskatningen varierte mellom de ulike alternativene på grunn av ulik verdsettelsesrabatt for ulike aktivaklasser. Videre fremgår det at de ulike aktivaklassene forholder seg til ulike skattesatser i Kapittel 3.5, 4.4 og 5.4. Endringer i skattesatsene for de ulike investeringsalternativene vil kunne endre investors preferanser. For eksempel vil aksjefond bli relativt mer attraktivt for investoren dersom trenden med økende verdsettelsesrabatt fortsetter. På en annen side er den effektive skattesatsen på eierinntekt (35,20%) høyere i 2022 enn den har vært de siste 10 årene, noe som svekker nettoavkastningen for fondsinvestoren.

Det kan tenkes at høyere renter vil føre med seg en ny allokering mellom aksjefond, kombinasjonsfond og rentefond for investoren. Høyere renter har aktualisert rentefond som et alternativ til aksjefond, noe som kan føre med seg at private investorer vokter seg opp i renter og ned i aksjer. Hvis vi antar at investoren har et gitt avkastningskrav, kan det være at dette kravet er oppnåelig med en høyere andel renter i tiden fremover, enn tidligere. Siden renter assosieres med lavere risiko enn aksjer, kan dette være et moment som kan dreie allokeringen i retning rente- og kombinasjonsfond. Innad i aksjemarkedet kan det tenkes at aksjeinvesteringer tiltes mot verdiaksjer heller enn vekstaksjer. Siden vekstaksjer prises basert på forventet fremtidig inntjening, og stigende renter øker diskonteringsrenten, kan det tenkes at visse bransjefond med høy andel vekstaksjer gir en lavere forventet avkastning i tiden fremover.

Oppsummert for fond virker det rimelig å forvente høy volatilitet på kort sikt, hovedsakelig drevet av høy global inflasjon, stigende renter og uro i verdensbildet. Det forventes ikke en reduksjon i etterspørselen etter aksjefond fra investorens side, noe foreløpige tall for 2022 underbygger. Det kan tenkes at valg av fondstype dreies mot eksempelvis kombinasjonsfond, dersom investoren forventer en høyere risikjustert avkastning i disse fondene. Videre forventes det at eiere av aksjefond blir utsatt for en høyere gevinstbeskatning i tiden fremover enn i vår analyseperiode, da den effektive skattesatsen på gevinst for denne fondstypen har økt til 35,20% fra og med 2022.

### **7.2.2. Crowdlending**

I Kapittel 4.5 så vi at investorens nettoavkastning i crowdlending påvirkes av renteinntekter, skattekostnader og konstaterte tap. Prediksjonen om økte renter medfører økte rentesatser på lånene som utstedes, som igjen fører til økte renteinntekter for investoren. Et moment som kan gjøre seg gjeldende er at mindre risikable bedrifter søker seg til crowdlending som et reelt alternativ til tradisjonell lånefinansiering i bank, dersom lånefinansiering i bank blir dyrere. På den annen side vil en økt rentebelastning for låntaker, alt annet likt, kunne føre med seg økt mislighold og tap, som igjen reduserer investorens forventede avkastning.

Som vi var inne på i Kapittel 6.3.2, er investorens nettoavkastning i crowdlending sensitiv for endringer i konstaterte tap. De historiske tallene vi har tilgang til for dette relativt ferske markedet viser at konstaterte tap har vært lave, noe som indikerer at den risikjusterte avkastningen til nå har vært høy. Det er usikkerhet knyttet til hvordan det norske crowdlendingmarkedet vil utvikle seg fremover i forbindelse med blant annet renteutviklingen. Vi anser det som nyttig å undersøke mer detaljert hvordan investorens nettoavkastning kan forventes å henge sammen med gjennomsnittlig utlånsrente og konstaterte tap. Ved å benytte Formel 4.5.1, kan vi beregne forventet årlig nettoavkastning ved ulike utlånsrenter og konstaterte tap. Vi benytter skattesatsen for 2022 på 35,20%:

Rente på utlån	Årlig konstaterte tap							
		0,31%	1,00%	3,00%	5,00%	7,00%	9,00%	10,00%
	4,00%	2,27%	1,57%	-0,49%	-2,54%	-4,59%	-6,64%	-7,67%
6,00%	3,57%	2,85%	0,77%	-1,31%	-3,38%	-5,46%	-6,50%	
8,00%	4,86%	4,13%	2,03%	-0,08%	-2,18%	-4,28%	-5,33%	
10,00%	6,15%	5,42%	3,29%	1,16%	-0,97%	-3,10%	-4,17%	
12,00%	7,44%	6,70%	4,54%	2,39%	0,23%	-1,92%	-3,00%	
14,00%	8,73%	7,98%	5,80%	3,62%	1,44%	-0,74%	-1,84%	
16,00%	10,03%	9,26%	7,06%	4,85%	2,64%	0,43%	-0,67%	

Tabell 7.2.1: Nettoavkastning uten fradrag for tap

Det er liten tvil om at det er forbundet høyere risiko til en investering i crowdlending enn å plassere pengene på en bankkonto. Det er derfor rimelig å anta at en investor vil kreve en risikopremie for å være villig til å investere i crowdlending. Samtidig forventes det at rentene en investor kan få ved kontosparing øker i takt med styringsrenten. Tar man eksempelvis utgangspunkt i et konstatert tap på 5%, som tilsvarer at 1 av 20 lån går tapt, må gjennomsnittlig utlånsrente opp på 12% for at investoren skal oppnå minst 2% i nettoavkastning. Hvis vi tar utgangspunkt i dagens gjennomsnittlige rente på rundt 8%, må konstaterte tap holde seg under 3% for at investoren skal oppnå en risikopremie, gitt at man kan oppnå 2% risikofritt. Dersom konstaterte tap er 6,67%, som er tilfellet hvis 1 av 15 lån går tapt, må gjennomsnittlig utlånsrente mer enn dobles for at investoren skal oppnå meravkastning sammenlignet med en bankkonto som gir 2% rente. Dette viser at nettoavkastningen er sensitiv for konstaterte tap, og kan være et argument for at standard diversifiseringsteori som tilsier 10-15 aktiva i porteføljen kan tenkes å være for lite i dette markedet.

I eksempelet over fremstilles utfallet av en crowdlendinginvestering som binær. Enten får investoren tilbakebetalt investert beløp og renteinntekter, eller så blir lånet konstatert tapt i sin helhet, og investoren taper både hovedstol og renteinntekter. I realiteten vil inkassoselskaper forsøke å kreve inn så mye som mulig fra låntaker dersom lånet misligholdes, slik at investoren kan få igjen deler av, eller hele, det utestående beløpet. Tallene for konstaterte tap vil ta høyde for begge tilfellene, siden det består av totale konstaterte tap delt på totale utlån.

Nedsiden i en portefølje av crowdlendinglån kan derfor sammenlignes med en aksjeportefølje, hvor noen av aksjene kan tape deler av sin verdi, mens andre selskaper kan gå konkurs og

aksjene bli verdiløse. Oppsiden ser derimot annerledes ut i aksjemarkedet, siden den i teorien er ubegrenset. Dersom en av aksjene i porteføljen går godt, vil aksjens bidrag til porteføljens totalavkastning reduseres med antall aksjer i porteføljen. Dette kan brukes som et av argumentene for å ikke ha for mange aksjer i porteføljen. I crowdlending vil ikke dette gjøre seg gjeldende, siden oppsiden er definert - investoren mottar ikke mer enn den avtalte renten. Økt grad av diversifisering vil derfor kun begrense nedsiden, og er et annet argument for at en crowdlendingportefølje bør diversifiseres utover det standard teori tilsier. Det er imidlertid verdt å merke seg at investoren, generelt sett, har en lavere risiko som långiver enn som aksjonær, som forklart i Kapittel 4.2.

I Kapittel 4.5 presenterte vi ukklarhetene rundt dagens skattereglement knyttet til fradrag for eventuelle tap ved crowdlending. Så langt i utredningen har vi tatt en konservativ tilnærming ved avkastningsberegningene, og tatt utgangspunkt i at tap ikke er fradragsberettiget. Siden blant annet Norsk Crowdfunding Forening jobber med å endre regelverket rundt dette, kan det være interessant å se effekten av eventuell symmetri ved å inkludere fradrag for tap:

	Årlig konstaterte tap							
	0,31%	1,00%	3,00%	5,00%	7,00%	9,00%	10,00%	
Rente på utlån	4,00%	2,38%	1,92%	0,57%	-0,78%	-2,13%	-3,47%	-4,15%
	6,00%	3,68%	3,20%	1,83%	0,45%	-0,92%	-2,29%	-2,98%
	8,00%	4,97%	4,48%	3,08%	1,68%	0,29%	-1,11%	-1,81%
	10,00%	6,26%	5,77%	4,34%	2,92%	1,49%	0,06%	-0,65%
	12,00%	7,55%	7,05%	5,60%	4,15%	2,70%	1,24%	0,52%
	14,00%	8,84%	8,33%	6,86%	5,38%	3,90%	2,42%	1,68%
	16,00%	10,13%	9,62%	8,11%	6,61%	5,11%	3,60%	2,85%

Tabell 7.2.2: Nettoavkastning med fradrag for tap

Ved å inkludere fullt fradrag vil naturligvis investoren være bedre rustet for å tåle eventuelle tap. Grunnet en høyere skatt på kapitalinntekt (35,20%) i dag sammenlignet med analyseperioden, må gjennomsnittlig utlånsrente øke for at investoren skal opprettholde den årlige nettoavkastning vi har sett tidligere, gitt at konstaterte tap ikke endres. Hvis konstaterte tap øker til 1%, kreves det en gjennomsnittlig utlånsrente på nesten 12% for å opprettholde nettoavkastningen vi har sett tidligere. Det er også verdt å merke seg at en økning i gjennomsnittlig rente på utlån ikke kompenserer for en tilsvarende økning i konstaterte tap,

selv når fradrag for tap er inkludert. Det synes derfor å være liten tvil om at investorens fremtidige nettoavkastning i stor grad avhenger av utviklingen i konstaterte tap. Tar man innover seg usikkerheten knyttet til effekten av stigende renter, og det faktum at historiske tapstall er svært lave, virker det lite sannsynlig at tapstallene vil gå ned i tiden fremover.

Skattemessig fradrag for tap vil, som vist over, redusere risikoen for investoren og gjøre crowdlending mer attraktivt som investeringsalternativ. Når det gjelder formuesbeskatning, er det ingen verdsettelsesrabatt for formue investert i crowdlending. Dersom det innføres en verdsettelsesrabatt vil crowdlending bli mer attraktivt for investoren også fra et formuesskatteperspektiv. I tillegg skatlegges opptjente renteinntekt gjennom crowdlending hardere (35,20%) enn øvrige renteinntekter (22%). Fra et skatteperspektiv kommer derfor crowdlending dårligst ut av de tre investeringsalternativene i denne analysen. Det er vanskelig å se for seg at det vil bli foretatt skattegrep som svekker crowdlending som investeringsalternativ ytterligere, slik at nedsiderisikoen knyttet til skatteendringer i fremtiden anses som lav.

Et annet vesentlig moment som kan påvirke crowdlending som investeringsalternativ, er dersom investeringstaket på kr. 1 000 000 endres. Som nevnt i Kapittel 4.1, er det en naturlig begrensning på hvor stor avkastning man kan oppnå, simpelthen fordi investeringsbeløpet er begrenset. Hvis investeringstaket fjernes kan det medføre at det tilføres vesentlig mer kapital i markedet for crowdlending, da investeringen blir skalerbar på samme måte som for eksempel et aksjefond. Dersom konstaterte tap forblir lave fremover, kan det tenkes at flere vurderer crowdlending som et investeringsalternativ med høy risikojustert avkastning, og følgelig ønsker å plassere mer penger i dette markedet. Samtidig taler økt etterspørsel fra långivers side for en lavere rente, noe som svekker forventet avkastning.

I dag er det ikke mulig med automatiske betalingsoppdrag fra konto og inn i tilgjengelige lån på crowdlendingplattformene, slik det eksempelvis er for fast sparing i fond. Dersom reguleringene rundt crowdlending endres, er det tenkelig at det åpnes opp for en slik løsning. Dette kan gjøre det enklere for investoren å automatisere sin spareprosess. Dersom plattformene kan tilby automatisk sparing og investeringstaket fjernes, kan man dra nytte av de samme fordelene som nå er tilgjengelig i fond og investeringene kan skaleres opp. I motsetning til fond, vil de månedlige automatiske betalingsoppdragene investeres i ulike aktiva, i form av forskjellige lån. Hvis en slik tjeneste skal innebære at investoren kun trenger å bestemme hvor mye som skal investeres månedlig og resten automatiseres, som ved fond,

kan dette skape utfordringer knyttet til individuelle risikovurderinger for hvert enkelt lån fra investoren.

### **7.2.3. Utleiebolig**

Ved investering i en utleiebolig avhenger avkastningen av to variabler (leiepriser og boligpriser). Til tross for at man kan argumentere for en viss sammenheng mellom disse, fremgår det tydelig av boligpris/leiepris-raten til Ola Grytten fra Kapittel 5.1 at forholdet mellom dem ikke er lineært over tid. I starten av 2022 har det vært en relativt sterk boligprisvekst. Noe av veksten kan sannsynligvis tilskrives at regelverket ved salg av bolig ble endret ved årsskiftet 2021/2022, og at det nå stilles strengere krav til boligselgeren (Avhendingslova, 1993, §3-9). Dette har dempet tilbudet av boliger, og kombinert med en høy etterspørsel har det sannsynligvis vært en viktig driver av boligprisene så langt i år (Norges Bank, 2022, s. 7).

I Kapittel 5.1 nevnte vi at boligprisveksten er en viktig lønnsomhetsdriver for utleiebolig, spesielt i Oslo. Vi kan ikke påstå at denne veksten vil fortsette som før, og markedet ser annerledes ut i 2022 enn i 2012, med en del uro i verdensøkonomien og stigende renter. Vi ser at Norges Bank spår høyere renter fremover, og de anslår at renten på boliglån vil stige til 4% mot slutten av 2024. Det er rimelig å anta at økte renter kan redusere boligprisveksten, siden det isolert sett blir dyrere å kjøpe bolig relativt til å leie. For lønnsomheten på en utleiebolig vil det naturligvis bety at en større andel av bruttoinntekten vil gå til rentekostnader, og at lønnsomheten vil svekkes dersom rentekostnadene øker mer enn leieprisene.

I tillegg kan det tenkes at også vedlikeholdskostnader vil øke i tiden fremover, sammenlignet med hva vi så i analysen for de siste 10 årene. Som nevnt i Kapittel 5.2.1 har materialprisene steget mye det siste året. Hvis disse stabiliserer seg på et høyere nivå enn før 2021, vil dette øke investorens vedlikeholdskostnader. På en annen side kan det være at økte boligpriser som følge av økte byggekostnader kan kompensere helt eller delvis for dette. Det er også tenkelig at deler av de økte vedlikeholdskostnadene kan lempes over på leietaker gjennom økte leiepriser. Samtidig har den totale formuesbeskatning for investorer i skatteposisjon økt, gjennom økt skattesats fra 2021 til 2022 og redusert verdsettelsesrabatt de siste 10 årene. På en annen side har skattesatsen for leieinntekter og salgsgevinst for utleiebolig blitt redusert fra 28% til 22% i samme periode, som på sin side er positivt for investorens nettoavkastning. Det

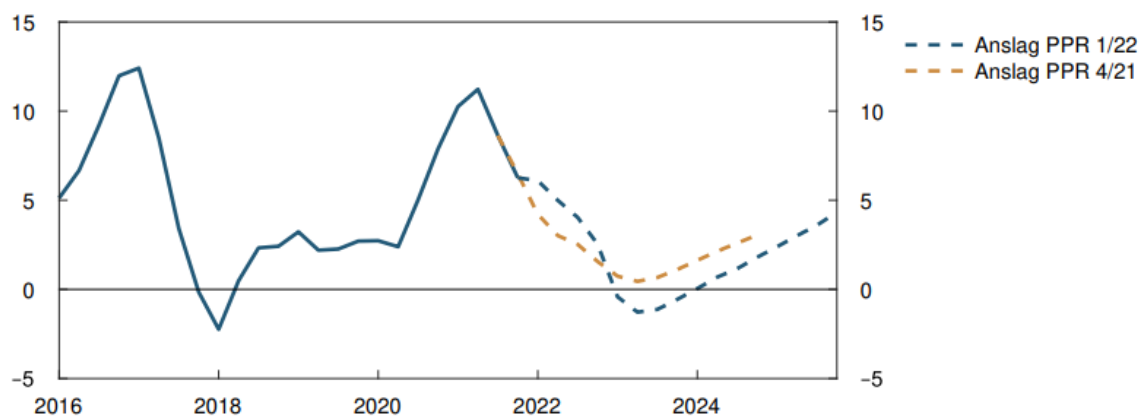


kan tenkes at kostnadsøkningen vil være høyere enn boligprisveksten fremover, som i så fall vil innebære lavere nettoavkastning for investoren.

André K. Anundsen i «Nasjonalt senter for boligmarkedsforskning» ved OsloMet har publisert et arbeidsnotat for Norges Bank der han estimerer boligprisenes rente-semi-elasticitet til -13,8. Det betyr at når renten settes opp 1 prosentpoeng, faller boligprisene med 13,8%, fra likevekt til likevekt. Siden lønnsinntektene ofte går opp når renten går opp og inntektselasticiteten er positiv, vil boligprisvirkningen i generell likevekt imidlertid se lavere ut. Resultatene fra arbeidsnotatet viser at det var en boligboble på tidlig 2000-tallet i USA, men at boligprisene i dag korresponderer med den underliggende økonomien i landet. Videre hevder Anundsen at man ikke ser de samme boble-indikatorene i Norge i dag som man så i USA tidlig på 2000-tallet. Anundsen påpeker imidlertid at en negativ utvikling i makrobildet, eksempelvis et fall i disponibel inntekt blant husholdningene, vil kunne føre med seg et boligprisfall (Anundsen, 2016). Renteelasticiteten taler derfor isolert sett for et boligprisfall ved økende renter. Grunnet underliggende økonomiske faktorer som eksempelvis positiv inntektselasticitet, forventes det likevel ikke at vi vil se tilsvarende boligprisfall i Norge som man så i USA under finanskrisen.

Et annet moment som knytter seg til bolig er at reallønnsveksten omtalt i Kapittel 7.1.3 vil føre med seg mer kjøpesterke etterspørere i boligmarkedet, som kan tale for både høyere boligpriser og leiepriser. Videre vil også befolkningsveksten i Kapittel 7.1.5 kunne øke etterspørselssiden i markedet. Det er vanskelig å predikere hvorvidt summen av disse faktorene taler for en høy eller lav boligprisvekst, men Norges Bank predikerer i siste Pengepolitiske rapport en noe svekket vekst det neste året, før det tar seg opp igjen mot slutten av prognoseperioden (Figur 7.2.1).

Boligpriser. Firekvartalersvekst. Prosent



Figur 7.2.1: Predikert boligprisvekst (Norges Bank, 2022)

Som vist i figuren, regner Norges Bank med at boligprisveksten vil avta i tiden som kommer. En lavere vekst i boligprisene vil naturligvis bety at en viktig lønnsomhetsdriver for boliginvestoren faller bort, og isolert sett vil dette bety en lavere avkastning og lavere Sharpe-rate. På den annen side kan en lavere vekst enn det vi har sett de siste ti årene bety at markedet holder seg mer stabilt. Mindre svingninger i boligprisene kan medføre mindre svingninger i avkastningen. Dette taler for et lavere standardavvik i beregningen av Sharpe-raten, som på sin side taler for økt risikojustert avkastning.

For å kunne si noe om boligprisutviklingen fremover, bør man danne seg en forventning om etterspørselen etter bolig. I 2020 og 2021 var nettoinnflyttingen i Oslo negativ, og antall utflyttere var det høyeste registrerte i datasettet til SSB som går tilbake til 1994 (SSB, u.d.e). I en rapport publisert av Housing Lab, pekes det på at pandemien kan ha endret forbruksmønsteret til befolkningen ved økt bruk av hjemmekontor og mindre reising (Berg, 2022, s. 35). En slik endring kan redusere privatpersoners konsum og øke spareraten, som igjen kan styrke kjøpekraften i boligmarkedet. I tillegg kan det tenkes at økt bruk av hjemmekontor øker etterspørselen etter større boliger.

I samme rapport fremgår det at under pandemien var realkapitalen til personene som flyttet ut av Oslo høyere enn for dem som flyttet til Oslo, og at økt grad av digitalisering og hjemmekontor kan bidra til å reversere urbaniseringen (Mamre, 2022, ss. 15-22). Dersom etterspørselen etter bolig i landet for øvrig øker relativt til Oslo, kan dette redusere boligprisforskjellene. Dette kan skape en forventning om at forskjellen i lønnsomheten av en utleiebolig i Oslo sammenlignet med resten av landet kan bli lavere i årene fremover enn hva som har vært tilfelle de siste 10 årene. Selv om utleieboliger i Oslo og landet for øvrig forholder seg til de samme makroøkonomiske trekkene, kan strukturelle endringer som eksempelvis reversert urbanisering og høyere egenkapitalkrav for utleiebolig i Oslo gjøre seg gjeldende. Dette kan påvirke avkastningen for utleiebolig i Oslo og utleiebolig i landet forskjellig. Uvissheten om disse faktorenes utvikling i tiden som kommer gjør det vanskelig å predikere lønnsomheten for utleiebolig som investeringsobjekt.

Oppsummert må boliginvestoren ta innover seg en rekke faktorer som påvirker nettoavkastningen. Overordnet avhenger bruttoavkastningen av veksten i bolig- og leiepriser, og nettoavkastningen avhenger av kostnads- og skattenivået. For veksten i bolig- og leiepriser vil befolkningsvekst, lønnsvekst, inflasjon, disponibel inntekt og rentenivå være viktige

forklaringsvariabler. På kostnadssiden vil skattenivået, lovreguleringer og inflasjon, spesielt prisen på vedlikehold, være vesentlige momenter.

## 8. Konklusjon

I dette avsluttende kapittelet vil vi presentere vår konklusjon og svare på problemstillingen som ble presentert innledningsvis. Denne masterutredningen har tatt for seg de tre investeringsalternativene indeksfond, crowdlending og utleiebolig fra et privat investeringsperspektiv i det norske markedet. Vi har sammenlignet risikojustert nettoavkastning til de tre aktivaklassene for perioden 2012-2021 før og etter formuesskatt, med og uten belåning. I tillegg har studien belyst momenter som kan være avgjørende for fremtidig avkastning for de tre investeringsalternativene. Formålet med utredningen har vært å besvare følgende problemstilling: «Hva kjennetegner indeksfond, crowdlending og utleiebolig fra et privat investeringsperspektiv, og hvilke faktorer kan påvirke avkastningen i disse aktivaklassene fremover?».

Indeksfond kjennetegnes ved at det er tilgjengelig for alle, siden minstetegningen er lav. Det krever lite oppfølging fra investoren, og er det mest diversifiserte investeringsalternativet blant de tre i analysen. Lønnsomhetsanalysen viser at fond har gitt den høyeste årlige nettoavkastningen i tidsperioden, med og uten belåning, før og etter formuesskatt. Samtidig har indeksfondets avkastning vært mest volatil, noe som resulterer i lavest risikojustert avkastning blant de tre aktivaklassene. I forbindelse med skatt, kjennetegnes aksjefond ved en høy gevinstbeskatning i slutten av perioden, og en økende verdsettelsesrabatt.

Crowdlending skiller seg fra de to andre investeringsalternativene som en investering i gjeld, og ikke i egenkapital. Det er et relativt nytt investeringsalternativ, særlig i norsk kontekst, og preges av lite tilgjengelig data. I likhet med fond er minstetegningen lav, noe som aktualiserer dette som et investeringsalternativ for småsparere. Det er mulig å oppnå høy grad av diversifisering, men analysen peker på at investoren bør diversifisere utlånsporteføljen utover hva standard teori tilsier. Investoren påvirker til en viss grad egen avkastning og risikoksporing ved å vurdere om den satte renten kompenserer tilstrekkelig for antatt risiko ved låntaker. I lønnsomhetsanalysen har crowdlending gitt lavest årlig nettoavkastning ved belåning og justert for formuesskatt, og nest lavest årlig nettoavkastning uten belåning og før formuesskatt. Videre medfører lave historiske tapstall en lav variasjon i årlig nettoavkastning og følgelig høyest risikojustert avkastning av de tre investeringsalternativene. Analysen av risikojustert avkastning preges av lite tilgjengelig data og svakheter ved Sharpe-raten som måltall. Det forventes derfor at den langsiktige risikoen ved crowdlending er høyere enn hva

som fremgår av vår analyse. Crowdlending kjennetegnes også av økt beskatning på renteinntekter i perioden, ikke fradrag rett ved tap og ingen verdsettelsesrabatt. Dette gjør at skattetrykket er høyest i dette investeringsalternativet.

Utleiebolig kjennetegnes ved at det er to variabler som driver bruttoavkastningen; boligpriser og leieinntekter. I motsetning til de to andre aktivaklassene, har en utleiebolig relativt høy inngangsbarriere, og anses som lite diversifisert. I tillegg krever dette alternativet mer innsats av investoren, i form av eksempelvis oppfølging av leietakere og vedlikehold, og har et mer komplekst lønnsomhetsbilde. Analysen konkluderer med at en utleiebolig i Oslo har gitt høyere totalavkastning enn en utleiebolig i landet for øvrig, men at sistnevnte har gitt høyest risikojustert avkastning av de to. Ubelånt og før formuesskatt ga en gjennomsnittlig utleiebolig i Norge, eksklusiv Oslo, lavest nettoavkastning av alternativene, mens en utleiebolig i Oslo rangeres som nummer to, bak indeksfond. Justert for formuesskatt og med belåning klatrer en utleiebolig i landet for øvrig forbi crowdlending, mens en utleiebolig i Oslo fremdeles havner bak indeksfondet. Samtidig viser analysen at utleiebolig generelt har gitt en høyere risikojustert avkastning enn indeksfond. Videre kjennetegnes utleiebolig ved en redusert beskatning på leieinntekter og gevinst i perioden og skattefradrag for en rekke kostnader, men et økende skattetrykk fra formuesskatten gjennom redusert verdsettelsesrabatt.

Analyseperioden kjennetegnes av fallende renter, økende disponibel inntekt blant husholdningene, boligprisvekst og gode tider i aksjemarkedet. I tiden fremover forventes det stigende renter, lavere boligprisvekst og mer usikkerhet i aksjemarkedet. Samtidig forventes det at veksten i disponibel inntekt opprettholdes, og en vedvarende økning i spareraten blant husholdningene. Vi forventer at totalavkastningen i fond vil bli noe lavere i tiden fremover, sammenlignet med analyseperioden. Stigende renter kan skifte investorens preferanser til en økt renteandel, noe som kan gi en høyere risikojustert avkastning. Til tross for stigende renter forventer vi lavere avkastning for crowdlending grunnet økt skatt på renteinntekter, og muligens økte konstaterte tap som følge av høyere rentebelastning for låntakere. Analysen viser at økte konstaterte tap vil ramme investorens nettoavkastning hardt, selv med symmetri i skattesystemet. Videre forventer vi lavere avkastning i utleiebolig, primært drevet av redusert boligprisvekst og økte rente- og vedlikeholdskostnader. Endringer i husholdningenes preferanser kan redusere boligprisforskjellene mellom Oslo og landet for øvrig, slik at «Sykepleierindeksen» i Oslo forventes å øke. Oppsummert ser vi tilbake på en tiårsperiode som generelt sett har gitt høy avkastning, og vi konkluderer med at det er hensiktsmessig å nedjustere avkastningsforventningene i tiden fremover for alle tre investeringsalternativer.

## Referanser

- Anundsen, A. K. (2016). *Detecting imbalances in house prices: What goes up must come down?* Norges Bank Research. Hentet fra [https://www.norges-bank.no/contentassets/165a7a6893a74f359fc8859650d60966/working\\_paper\\_11\\_16.pdf?v=03/09/2017123405&ft=.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/165a7a6893a74f359fc8859650d60966/working_paper_11_16.pdf?v=03/09/2017123405&ft=.pdf)
- Arbeidstilsynet. (u.d.). *Minstelønn*. Hentet fra <https://www.arbeidstilsynet.no/arbeidsforhold/lonn/minstelonn/>
- Avhendingslova. (1993, 01. januar). *Lov om avhending av fast eiendom (LOV-1992-07-03-93)*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1992-07-03-93>
- Bank of England. (u.d.). *Data Viewer*. Hentet fra <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/fromshowcolumns.asp?Travel=NlxSUx&FromSeries=1&ToSeries=50&DAT=RNG&FD=1&FM=Jan&FY=2012&TD=8&TM=Apr&TY=2022&FNY=&CSVF=TT&html.x=59&html.y=27&C=U0K&C=RC2&C=U02&C=P7K&C=QO7&Filter=N>
- Bankenes Sikringsfond. (u.d.). *Hvor mye er dekket av garantien?* Hentet fra <https://www.bankenessikringsfond.no/hvor-mye/category881.html#:~:text=Alle%20norske%20banker%20er%20medlemmer,bank%20omfattes%20av%20garantien.>
- Bauer, R., Christiansen, C., & Døskeland, T. (2022). *A Review of the Active Management of Norway's Government Pension Fund Global*. Regjeringen. Hentet fra [https://www.regjeringen.no/contentassets/8a415dfc9935480dbf891923c9ac848b/Evaluation\\_GPFG.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/8a415dfc9935480dbf891923c9ac848b/Evaluation_GPFG.pdf)
- Bell, M. (2021, 09. mars). *Why ESG performance is growing in importance for investors*. Hentet fra [https://www.ey.com/en\\_gl/assurance/why-esg-performance-is-growing-in-importance-for-investors](https://www.ey.com/en_gl/assurance/why-esg-performance-is-growing-in-importance-for-investors)
- Benedictow, A., & Gran, B. (2019). *Bokostnadsindeks for leiligheter i Oslo*. Huseierne. Hentet fra [https://www.huseierne.no/globalassets/boligfakta/boligfakta-2019/bokostnadsindeks-for-leiligheter-i-oslo\\_2019.pdf](https://www.huseierne.no/globalassets/boligfakta/boligfakta-2019/bokostnadsindeks-for-leiligheter-i-oslo_2019.pdf)

- Benedictow, A., & Gran, B. (2020). *Bokostnadsindeksen for norske husholdninger 2020*. Samfunnsøkonomisk Analyse. Hentet fra <https://www.huseierne.no/globalassets/boligfakta/boligfakta-2020/r29-2020-bokostnadsindeksen-for-norske-husholdninger---enebolig.pdf>
- Benedictow, A., Frisell, M. M., & Iversen, M. (2022). *Prisdannelsen i det norske leiemarkedet for boliger*. Kommunal- og distriktsdepartementet. Hentet fra [https://static1.squarespace.com/static/576280dd6b8f5b9b197512ef/t/61f7f64b6a94f260cdf9ccdc/1643640397972/Prisdannelse+i+leiemarkedet\\_S%C3%98A.pdf](https://static1.squarespace.com/static/576280dd6b8f5b9b197512ef/t/61f7f64b6a94f260cdf9ccdc/1643640397972/Prisdannelse+i+leiemarkedet_S%C3%98A.pdf)
- Benedictow, A., Frisell, M. M., Gyene, M., & Flatval, V. S. (2020). *Vanskeligstilte på boligmarkedet og betydningen av et velfungerende langsiktig leiemarked*. Husbanken. Hentet fra <https://static1.squarespace.com/static/576280dd6b8f5b9b197512ef/t/5f0d600dea043118c9729179/1594712081637/R20-2020+Vanskeligstilte+p%C3%A5+boligmarkedet+og+betydningen+av+et+velfungerende+langsiktig+leiemarked.pdf>
- Berg, O. (2022). *Boliger er verdt så mye vi er villig til å betale for dem*. Housing Lab. Hentet fra <https://housinglab.oslomet.no/wp-content/uploads/2022/03/NHMW2022-FINAL.pdf>
- Bergundhaugen, J., & Fearnley, T. A. (2004). *Borte bra, men hjemme best i verdipapirmarkedet. Problemstillinger rundt hjemmefavorisering*. Norges Bank. Hentet fra [https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/publikasjoner/penger\\_og\\_kreditt/2005-02/bergundhaugen.pdf](https://www.norges-bank.no/globalassets/upload/publikasjoner/penger_og_kreditt/2005-02/bergundhaugen.pdf)
- Boliglånsforskriften. (2020, 01. januar). *Forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig (FOR-2019-11-15-1517)*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/SFO/forskrift/2019-11-15-1517>
- Bore, G. A. (2019, 01 30). LØRN.TECH podcast, 198. FINTECH. (K. U. Melleby, Intervjuer)

- Chalmers, J., Cox, E., & Picard, N. (2021). *The economic realities of ESG*. PWC. Hentet fra <https://www.pwc.com/gx/en/issues/reinventing-the-future/take-on-tomorrow/download/sbpwc-2021-10-28-Economic-realities-ESG.pdf>
- Codex Advokat. (u.d.). *Prisliste salgsoppdrag*. Hentet 05. april, 2022 fra <https://www.eiendomsadvokater.no/selge-bolig-selv/prisliste-salgsoppdrag/>
- DNB. (2021a, 25. november). *Aldri før har så mange kvinner spart i fond*. Hentet fra <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/aldri-foer-har-saa-mange-kvinner-spart-i-fond>
- DNB. (2021b). *Kapitalgapet*. Hentet fra <https://huninvesterer.no/artikkel/kapitalgapet>
- DNB. (u.d.). *Aksjefond*. Hentet fra <https://www.dnb.no/sparing/fond/aksjefond>
- DNB Eiendom. (u.d.). *Slik selger du boligen din med Samsolgt*. Hentet fra Samsolgt: <https://www.samsolgt.no/prosess>
- Døskeland, T. (2014). *Personlig Finans*. Fagbokforlaget.
- E24. (2021). *Sa opp jobbene for å bli gründere - megasuksess for FundingPartner*. Hentet fra <https://e24.no/annonsorinnhold/e/fundingpartner/grundersuksess/>
- E24. (2022a). *E24|Børs*. Hentet 30. mai, 2022 fra E24: <https://bors.e24.no/#!/instrument/OSEBX.OSE>
- E24. (2022b). *E24|Børs*. Hentet 30. mai, 2022 fra E24: <https://bors.e24.no/#!/instrument/I:SP500.SP>
- Eidshagen, A., Monsrud, M., & Hirsch, E. v. (2021, 01. september). *Fortsatt høy sparing i privat sektor*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap-inntekts-og-kapitalregnskapet/artikler/fortsatt-hoy-sparing-i-privat-sektor#:~:text=Veksten%20i%20disponibel%20inntekt%20bidro,kvartal%202021.>
- Eiendom Norge. (2022, 17. januar). *Sykepleierindeksen H2 2021*. Hentet fra <https://eiendomnorge.no/aktuelt/blogg/sykepleierindeksen-h2-2021>



- Erhvervsstyrelsen. (2018). *Rapport fra udvalg om ejerlejlighedsloven*. Hentet fra <https://www.regeringen.dk/media/5037/rapport-fra-udvalg-om-ejerlejlighedsloven-bilag.pdf>
- Erikstad, T. (2022, 24. mars). *Denne rentegrafen bør alle med gjeld kjenne til*. Hentet fra <https://www.dn.no/kommentar/renter/norges-bank/styringsrenten/denne-rentegrafen-bor-alle-med-gjeld-kjenne-til/2-1-1190494>
- Fernando, J. (2022, 10. januar). *Sharpe Ratio*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>
- Finansforetaksforskriften. (2017, 01. januar). *Forskrift om finansforetak og finanskonsern (FOR-2016-12-09-1502)*. Hentet fra [https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2016-12-09-1502#KAPITTEL\\_2](https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2016-12-09-1502#KAPITTEL_2)
- Finanstilsynet. (2018, 29. august). *Finanstilsynet foreslår innstramminger i boliglånsforskriften*. Hentet fra <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/pressemeldinger/2016/finanstilsynet-foreslar-innstramminger-i-boliglansforskriften/>
- Finanstilsynet. (2021a, 02. desember). *Finansielt utsyn*. Hentet fra <https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/finansielt-utsyn/>
- Finanstilsynet. (2021b, 18. november). *Boliglånsundersøkelsen 2021*. Hentet fra <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/pressemeldinger/2021/boliglansundersokelsen-2021/>
- FN. (2020). *Befolkningstall i Norge*. Hentet 20. mai, 2022 fra <https://www.fn.no/Statistikk/befolkningstall?country=306>
- Forbrukerrådet. (2022). *Uenige om depositumet?* Hentet fra <https://www.forbrukerradet.no/forside/bolig/husleie/depositum/>
- Funding Circle. (2022). *Our Statistics*. Hentet fra <https://www.fundingcircle.com/uk/statistics/>
- FundingPartner. (2022a). *Statistikk*. Hentet fra <https://fundingpartner.no/statistikk>

- FundingPartner. (2022b). *Vanlige Spørsmål*. Hentet fra <https://fundingpartner.no/faq>
- Greiner, C. (2020, 28. oktober). *8 ting alle investorer bør vite om P/E (pris/fortjeneste)*. Hentet fra [https://www.morningstar.no/no/news/206714/8-ting-alle-investorer-b%C3%B8r-vite-om-p%2Ffe-\(pris%2Ffortjeneste\).aspx#:~:text=til%20portef%C3%B8ljene%20sine.-,P%2FE%20\(pris%2Ffortjeneste\)%20er%20et%20av%20de,aksje%20\(E%20for%20Earnings\)](https://www.morningstar.no/no/news/206714/8-ting-alle-investorer-b%C3%B8r-vite-om-p%2Ffe-(pris%2Ffortjeneste).aspx#:~:text=til%20portef%C3%B8ljene%20sine.-,P%2FE%20(pris%2Ffortjeneste)%20er%20et%20av%20de,aksje%20(E%20for%20Earnings)).
- Greiner, C. (2022, 10. januar). *Topp 10 fond i 2021*. Hentet fra <https://www.morningstar.no/no/news/213030/topp-10-fond-i-2021.aspx>
- Grytten, O. H. (2022). Revising growth history: new estimates of GDP for Norway, 1816–2019. *The Economic History Review*, 75(1), 181-202.  
doi:<https://doi.org/10.1111/ehr.13085>
- Hafstad, T. (u.d.a). *Hva skjer ved mislighold av lån?* Hentet fra <https://hjelp.monio.no/nb/articles/1287696-hva-skjer-ved-mislighold-av-lan>
- Hafstad, T. (u.d.b). *Hva skjer hvis Monio går konkurs?* Hentet fra Monio: <https://hjelp.monio.no/nb/articles/2212030-hva-skjer-hvis-monio-gar-konkurs>
- Hanssen, K. (2021, 20. juni). *Svensk statsminister kom med tilbud for å unngå krise: Vil la utleiere og leietagere forhandle om husleielov*. Hentet fra <https://www.aftenposten.no/verden/i/oA4oOR/svensk-statsminister-kom-med-tilbud-for-aa-unngaa-krise-vil-la-utleiere-og-leietagere-forhandle-om-husleielov>
- Hart, O., & Zingales, L. (2017, 12. oktober). Serving Shareholders Doesn't Mean Putting Profit Above All Else. *Harvard Business Review*. Hentet fra <https://www.arrunada.org/files/t/uom/Hart%20Zingales%202017%20Serving%20Shareholders%20HBR.pdf>
- Hayes, A. (2021, 03. mai). *Long-Term Capital Management (LTCM)*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/l/longtermcapital.asp>

- Holmsen, C. A. (2018). *Norwegian Bond Market Report*. Hentet fra [https://nordictrustee.com/app/uploads/2019/05/NordicTrustee\\_BondMarketReport\\_2018\\_digital.pdf](https://nordictrustee.com/app/uploads/2019/05/NordicTrustee_BondMarketReport_2018_digital.pdf)
- Husleie. (2022). *Felleskostnader*. Hentet fra <https://www.husleie.no/ordbok-for-boligutleie/felleskostnader>
- Husleieloven. (2000, 01. januar). *Lov om husleieavtaler (LOV-1999-03-26-17)*. Hentet 2022 fra Lovdata: [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-17/KAPITTEL\\_4#%C2%A74-2](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-17/KAPITTEL_4#%C2%A74-2)
- Kameo. (2022a). *Risiko ved investeringer i eiendoms lån*. Hentet 30. mai, 2022 fra <https://www.kameo.no/Investeringsrisiko>
- Kameo. (2022b). *Statistikk*. Hentet 10. april, 2022 fra <https://www.kameo.no/aktuelle-lan/Statistikk>
- Kameo. (2022c). *Kostnader og gebyrer*. Hentet 09. april, 2022 fra <https://www.kameo.no/foretagslan-fastighetslan/Kostnader-og-gebyrer>
- Kameo. (2022d, 23. mai). *Investorer*. Hentet fra Kameo: <https://www.kameo.no/FAQ/Spoersmaal-og-svar/Investorer>
- Kartverket. (2022, 03. januar). *Tinglysingsgebyr*. Hentet fra <https://www.kartverket.no/eiendom/dokumentavgift-og-gebyr/tinglysingsgebyr>
- Kenton, W. (2020, 09. august). *Sortino Ratio*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/terms/s/sortinoratio.asp>
- Kilman, C. (2021, 22. desember). *Peer-to-peer lending pairs borrowers directly with individual investors willing to finance their loans*. Hentet fra <https://www.businessinsider.com/personal-finance/peer-to-peer-lending?r=US&IR=T>
- KLP. (2022a, 30. april). *KLP AksjeNorge Indeks S*. Hentet fra <https://www.klp.no/virksomhet/fond/klp-fondene/klp-aksjenorge-indeks-s>
- KLP. (2022b, 30. april). *KLP AksjeGlobal Indeks S*. Hentet fra <https://www.klp.no/virksomhet/fond/klp-fondene/klp-aksjeglobal-indeks-s>

- KLP. (2022c). *Nøkkelinformasjon KLP AksjeNorge Indeks S*. Hentet 05. mai, 2022 fra <https://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR060Z6&tab=14&DocumentId=20eb7a3ed79d80dc81a5eb859ee64869&Format=PDF>
- KLP. (u.d.). *Indeksfond*. Hentet fra <https://www.klp.no/sparing-og-fond/spar-i-fond/indeksfond>
- Krogsveen. (2022a). *Prisutvikling for Norge*. Hentet 10. februar, 2022 fra <https://www.krogsveen.no/prisstatistikk>
- Krogsveen. (2022b). *Prisstatistikk Oslo*. Hentet 30. mai, 2022 fra <https://www.krogsveen.no/prisstatistikk/oslo>
- Krogsveen. (2022c). *Prisstatistikk Norge*. Hentet 01. mai, 2022 fra <https://www.krogsveen.no/prisstatistikk>
- Liu, Z., & Spiegel, M. M. (2011). *Boomer Retirement: Headwinds for U.S. Equity Markets?* Federal Reserve Bank of San Francisco. Hentet fra <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2011/august/boomer-retirement-us-equity-markets/>
- Lorch-Falch, S., Tomter, L., & Ågotnes, T. (2021, 07. februar). *Bråbrems i utleiemarkedet*. Hentet fra [https://www.nrk.no/norge/11.000-utleieboliger-star-tomme\\_-brabrems-i-utleiemarkedet-1.15360598](https://www.nrk.no/norge/11.000-utleieboliger-star-tomme_-brabrems-i-utleiemarkedet-1.15360598)
- Lux, H. (2002). *Risk gets riskier*. Institutional Investor. Hentet fra [http://www.premiacap.com/news/IIM\\_1002.pdf](http://www.premiacap.com/news/IIM_1002.pdf)
- Magan, E. (2022, 25. april). *Risiko og forventet avkastning*. Hentet fra <https://www.monio.no/artikler/risiko-og-forventet-avkastning>
- Mamre, M. O. (2022). *Er storbyen blitt mindre attraktiv? -Digitalisering og hjemmekontor har potensial til å reversere urbaniseringen*. Housing Lab. Hentet fra <https://housinglab.oslomet.no/wp-content/uploads/2022/03/NHMW2022-FINAL.pdf>
- McWhinney, J. (2022, 29. januar). *A Brief History of the Mutual Fund*. Hentet fra <https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp#:~:text=The%2>

0first%20modern%20mutual%20fund,Great%20Recession%20of%202007%E2%80%932009.

Melsom, E. T. (2019, 06. mars). *Vekst i husholdningenes disponible realinntekt*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/vekst-i-husholdningenes-disponible-realinntekt>

Monio. (2022a). Hentet 10. april, 2022 fra Priser og gebyrer: <https://www.monio.no/vilkaar/priser-og-gebyrer#:~:text=Monio%20har%20en%20enkel%20prisliste,%25%20%E2%80%932012%2C2%25>.

Monio. (2022b). *Om oss*. Hentet fra <https://www.monio.no/om-oss>

Morningstar . (2022). *KLP AksjeNorge Indeks S*. Hentet 30. mars, 2022 fra <https://www.klp.no/virksomhet/fond/klp-fondene/klp-aksjenorge-indeks-s>

Morningstar. (2021). *Fondets risikoklassifisering er viktig*. Hentet fra Morningstar: <https://www.morningstar.no/no/news/212729/fondets-risikoklassifisering-er-viktig.aspx>

Morningstar. (2022a). *KLP AksjeGlobal Indeks S*. Hentet 29. mars, 2022 fra <https://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR05THA>

Morningstar. (2022b). *KLP AksjeNorge Indeks S*. Hentet 29. mars, 2022 fra <https://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR060Z6>

Morningstar. (2022c). *DNB Teknologi A*. Hentet 27. mars, 2022 fra <https://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR04NGU>

Morningstar. (2022d). *DNB Teknologi N*. Hentet 27. mars, 2022 fra [https://lt.morningstar.com/vnq5t3n66n/snapshot/snapshot.aspx?SecurityToken=F00000ZFG0\]2\]1\]FXALL\\$\\$ALL\\_3935&ClientFund=1&LanguageId=nb-NO&CurrencyId=NOK](https://lt.morningstar.com/vnq5t3n66n/snapshot/snapshot.aspx?SecurityToken=F00000ZFG0]2]1]FXALL$$ALL_3935&ClientFund=1&LanguageId=nb-NO&CurrencyId=NOK)

Morningstar. (u.d.a). *KLP AksjeGlobal Indeks S*. Hentet 27. mars, 2022 fra <https://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR05THA&tab=13>

- Morningstar. (u.d.b). *KLP AksjeNorge Indeks S*. Hentet 27. mars, 2022 fra <https://www.morningstar.no/no/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR060Z6&tab=13>
- Nordea. (2022a). *Sikre riktig rentefradrag (skattefradrag) for lånene dine*. Hentet fra <https://www.nordea.no/privat/vare-produkter/lan-og-kreditt/boliglan/rentefradrag.html>
- Nordea. (2022b). *ESG - hva er det og hvorfor er det viktig?* Hentet fra Nordea: <https://www.nordea.no/privat/vare-produkter/sparing-og-investering/fond/esg.html#:~:text=ESG%20er%20en%20engelsk%20forkortelse,tjenester%20bidrar%20til%20b%C3%A6rekraftig%20utvikling.>
- Nordnet. (2022a, 20. januar). *Skjermingsfradrag - hva er det og hva betyr det for deg?* Hentet 06. april, 2022 fra <https://www.nordnet.no/blogg/skjermingsfradrag-hva-er-det/>
- Nordnet. (2022b, 01. april). *Hva koster fond? Lær om forvaltningskostnad og plattformavgift*. Hentet 10. april, 2022 fra <https://www.nordnet.no/blogg/borsskolen/laer-om-fond/hva-koster-fond-fonds-forvaltningsavgift/>
- Nordnet. (2022c). *Verdipapirbelåning*. Hentet 12. mai, 2022 fra <https://www.nordnet.no/no/tjenester/verdipapirbelaning>
- Norges Bank. (2022). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/?tab=newslist&newstype=62,65&year=0>
- Norges Bank. (2022). *Pengepolitisk Rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1/22*. Norges Bank. Hentet fra [https://www.norges-bank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/ppr\\_1-22.pdf?v=04/01/2022141201&ft=.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/ppr_1-22.pdf?v=04/01/2022141201&ft=.pdf)
- Norges Bank. (u.d.a). *Rapporter*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/?tab=newslist&newstype=62,65&year=0>

- Norges Bank. (u.d.b). *Prisvekst*. Hentet 22. mai, 2022 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Indikatorer-for-prisvekst/>
- NOU 2018: 5. (2018). *Kapital i omstillingens tid*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/62f6dd4e0274432da6475e53f4b14d44/no/pdfs/nou201820180005000dddpdfs.pdf>
- NOU 2021: 10. (2021). *Ny lov om folkefinansiering av næringsvirksomhet*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/74554b9a02654a4f9316c706656ad994/no/pdfs/nou202120210010000dddpdfs.pdf>
- Nyhus, E. K. (2021, 19. juli). *Boliglån*. Hentet fra [https://snl.no/boligl%C3%A5n#:~:text=Et%20rammel%C3%A5n%20\(ogs%C3%A5%20kalt%20boligkreditt,tidligere%20grense%20var%2070%20prosent.](https://snl.no/boligl%C3%A5n#:~:text=Et%20rammel%C3%A5n%20(ogs%C3%A5%20kalt%20boligkreditt,tidligere%20grense%20var%2070%20prosent.)
- Oslo Kommune. (u.d.). *Eiendomsskatt i Oslo*. Hentet 15. april, 2022 fra <https://www.oslo.kommune.no/skatt-og-naring/skatt-og-avgift/eiendomsskatt/om-eiendomsskatt-i-oslo/#gref>
- Øverby, H. (2022, 28. februar). *NFT*. Hentet fra <https://snl.no/NFT>
- Pareto Securities. (u.d.). *Dynamiske belåningsgrader*. Hentet 29. januar, 2022 fra <https://www.paretosec.no/aksjehandel-paa-nett/verdipapirfinansiering/dynamiske-belaaningsgrader>
- Pihl, C. H. (2021, 08. februar). *Slik er eiendomsskatten i kommunene i 2020*. Hentet fra <https://www.huseierne.no/nyheter/eiendomsskatt-i-kommunene-2020/>
- Propr. (u.d.). *Beregn din pris*. Hentet 05. april, 2022 fra <https://propr.no/pris>
- PWC. (2021). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>
- Regjeringen. (2022a, 10. januar). *Skattesatser 2022*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2022/id2873852/>

- Regjeringen. (2022b, 17. april). *Hørings svar fra Norsk Crowdfunding Forening*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-nou-2021-10-ny-lov-om-folkefinansiering-av-naringsvirksomhet2/id2895792/?uid=77ebb897-6a53-48ab-9b66-624205675dbb>
- Sættem, B. E. (2022, 05. januar). *Rekordavkastning og rekordkjøp blant fondskundene i 2021*. Hentet fra [https://nordnetab.com/press\\_release/rekordavkastning-og-rekordkjop-blant-fondskundene-i-2021/](https://nordnetab.com/press_release/rekordavkastning-og-rekordkjop-blant-fondskundene-i-2021/)
- Samfunnsøkonomisk Analyse. (2022). *Sekundærboliger 2021 Q3*. Norges Eiendomsmeglerforbund. Hentet fra [https://nef.no/wp-content/uploads/2022/01/Sekundaerboliger\\_2021Q3.pdf](https://nef.no/wp-content/uploads/2022/01/Sekundaerboliger_2021Q3.pdf)
- Skatteetaten. (2021). *Utleie mv. av fast eiendom 2021*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/globalassets/skjema/2021/rf-1189b.pdf>
- Skatteetaten. (u.d.a). *Skjermingsrente for aksjer og enkeltpersonforetak*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/satser/skjermingsrente-for-aksjer-og-enkeltpersonforetak/?year=2021#rateShowYear>
- Skatteetaten. (u.d.b). *Aksjesparekonto (ASK)*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/aksjer-og-verdipapirer/om/aksjesparekonto-ask/>
- Skatteetaten. (u.d.c). *Beskatning av andeler i verdipapirfond*. Hentet 11. april, 2022 fra [https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/aksjer-og-verdipapirer/om/beskatning-av-andeler-i-verdipapirfond/#:~:text=Utgangspunktet%20er%20at%20inntekter%20som,prosent%20\(for%20inntekts%C3%A5ret%202021\).](https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/aksjer-og-verdipapirer/om/beskatning-av-andeler-i-verdipapirfond/#:~:text=Utgangspunktet%20er%20at%20inntekter%20som,prosent%20(for%20inntekts%C3%A5ret%202021).)
- Skatteetaten. (u.d.d). *Formuesverdi av annen bolig (sekundærbolig)*. Hentet 15. april, 2022 fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/formuesverdi/annen-bolig-sekundaerbolig/om-formuesverdsettelse/>
- Skatteetaten. (u.d.e). *Hvor mye skatt skal du betale - utleie av annen bolig fritidseiendom i Norge*. Hentet 15. april, 2022 fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/formuesverdi/annen-bolig-sekundaerbolig/om-formuesverdsettelse/>



riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/utleie/utleie-av-annen-bolig-fritidseiendom-i-norge/hvor-mye-skatt-skal-du-betale/

Skatteetaten. (u.d.f). *Fradrag - utleie av hele egen bolig*. Hentet 05. mai, 2022 fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bolig-og-eiendeler/bolig-eiendom-tomt/utleie/hele-egen-bolig/fradrag/>

Skatteetaten. (u.d.g). *Lån og renter*. Hentet 29. april, 2022 fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/bank-og-lan/lan-og-renter/>

Skatteetaten. (u.d.h). *Bil - sats for skattefri godtgjørelse (kilometergodtgjørelse)*. Hentet fra Skatteetaten: <https://www.skatteetaten.no/satser/bilgodtgjorelse-kilometergodtgjorelse/>

Skatteetaten. (u.d.i). *Verdsettingsrabatt ved fastsetting av formue*. Hentet fra <https://www.skatteetaten.no/person/skatt/hjelp-til-riktig-skatt/verdsettingsrabatt-ved-fastsetting-av-formue/>

Skatteloven. (2000, 01. januar). *Lov om skatt av formue og inntekt (LOV-1999-03-26-14)*. Hentet fra [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL\\_7-1#KAPITTEL\\_7-1](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL_7-1#KAPITTEL_7-1)

Skjelsbæk, J. (2022, 28. januar). *Norsk folkefinansiering nær to milliarder kroner i 2021*. Hentet fra <https://shifter.no/fintech/norsk-folkefinansiering-naer-to-milliarder-kroner-i-2021/235354>

Sosialistisk Venstreparti. (u.d.). *Bolig*. Hentet 19. april, 2022 fra <https://www.sv.no/blog/aa/bolig/>

SSB. (2014, 20. november). *Begreper i nasjonalregnskapet*. Hentet fra [https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/begreper-i-nasjonalregnskapet#Korreksjon\\_for\\_sparing\\_i\\_pensjonsfond](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/begreper-i-nasjonalregnskapet#Korreksjon_for_sparing_i_pensjonsfond)

SSB. (2021a, 22. desember). *Leiemarkedsundersøkelsen*. Hentet fra <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/boligpriser-og-boligprisindekser/statistikk/leiemarkedsundersokelsen>

- SSB. (2021b, 15. juni). *06980: Eiendomsskatt. Omfang, bruk og inntekter 2007 - 2021*. Hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/06980/tableViewLayout1/>
- SSB. (2022a, 10. februar). *Konsumprisindeksen*. Hentet 17. februar, 2022 fra <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>
- SSB. (2022b, 12. mai). *Byggjekostnadsindeks for bustader*. Hentet 15. mai, 2022 fra SSB: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/byggekostnadsindekser/statistikk/byggjekostnadsindeks-for-bustader>
- SSB. (u.d.a). *07221: Prisindeks for brukte boliger, etter boligtype og region (2015=100) 1992K1 - 2022K1*. Hentet 16. april, 2022 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/07221/>
- SSB. (u.d.b). *09895: Leiemarkedsundersøkelsen. Gjennomsnittlig månedlig leie og årlig leie per kvm, etter prissone og antall rom (kr) 2012 - 2021*. Hentet fra Statistisk sentralbyrå: <https://www.ssb.no/statbank/table/09895/tableViewLayout1/>
- SSB. (u.d.c). *12843: Eiendomsskatt (K) 2007 - 2022*. Hentet 07. mai, 2022 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/12843/tableViewLayout1/>
- SSB. (u.d.d). *07200: Renter på utestående utlån, etter långiver, utlånstype og sektor. Totaltelling (prosent) 1979K4 - 2022K1*. Hentet 20. mai, 2022 fra SSB: <https://www.ssb.no/statbank/table/07200/>
- SSB. (u.d.e). *05471: Innenlandsk innflytting, utflytting og nettoinnflytting (K) 1994 - 2021*. Hentet fra Statistisk Sentralbyrå: <https://www.ssb.no/statbank/table/05471/>
- Statista. (2021). *Number of mutual funds worldwide from 2007 to 2020*. Hentet 05. februar, 2022 fra <https://www.statista.com/statistics/278303/number-of-mutual-funds-worldwide/>
- Stoltz, G. (2021, 20. desember). *Stagflasjon*. Hentet fra <https://snl.no/stagflasjon>
- Strømnes, S. (2022). *Mange førstegangskjøpere, fall i samkjøp og sekundærboliger*. Norges Eiendomsmeglerforbund. Hentet fra <https://nef.no/nyheter/mange-forstegangskjopere-fall-i-samkjop-og-sekundaerboliger/>

UiA Crowdfunding Research Center. (2022). *Crowdfunding in Norway: Status Report 2021 Q1 - Q4*. Hentet fra <https://www.crowdfundinghub.eu/norway-current-state-of-crowdfunding-2022/>

US Bank. (2022, 01. mars). *Effects of inflation on investments*. Hentet fra US Bank: <https://www.usbank.com/financialiq/invest-your-money/investment-strategies/effects-of-inflation-on-investments.html#:~:text=Rising%20inflation%20erodes%20the%20purchasing,received%20far%20in%20the%20future.>

Verdipapirfondenes Forening. (2021, 21. juni). *Ny undersøkelse: Rekordmange nye fondssparere i år*. Hentet fra VFF: <https://vff.no/news/2021/ny-undersokelse-rekordmange-nye-fondssparere-i-ar>

Verdipapirfondenes Forening. (u.d.a). *Hva er verdipapirfond?* Hentet 17. februar, 2022 fra <https://vff.no/fondshandboken/tema/hva-er-verdipapirfond>

Verdipapirfondenes Forening. (u.d.b). Hentet 19. februar, 2022 fra Det koster penger å tjene penger: <https://vff.no/fondshandboken/tema/det-koster-penger-a-tjene-penger>

Verdipapirfondenes Forening. (u.d.c). *Historisk statistikk*. Hentet 24. mai, 2022 fra VFF: <https://vff.no/hittil-i-%C3%A5r>

Weldeghebriel, L. (2018a, 05. mars). *Crowdfunding-selskapet Kameo har formidlet lån for 150 millioner siden sommeren 2017*. Hentet fra <https://shifter.no/kameo-ola-heldal-sebastian-martens-harung/crowdfunding-selskapet-kameo-har-formidlet-lan-for-150-millioner-siden-sommeren-2017/109782>

Weldeghebriel, L. (2018b, 09. januar). *Monner fikk konsesjon fra Finanstilsynet. Nå kan bedrifter låne penger fra privatpersoner*. Hentet fra Shifter: <https://shifter.no/crowdfunding-david-baum-hjemmelegene/monner-fikk-konsesjon-fra-finanstilsynet-na-kan-bedrifter-lane-penger-fra-privatpersoner/108017>

## Figuroversikt

Figur 2.4.1: Diversifisering, systematisk og usystematisk risiko (Pareto Securities, u.d.) .....	7
Figur 3.2.1: KLP AksjeGlobal Indeks (t.v.) og KLP AksjeNorge Indeks (Morningstar, 2022a; Morningstar, 2022b).....	11
Figur 3.2.2: KLP AksjeGlobal Indeks og MSCI ACWI, 2012-2021 (Morningstar, u.d.a)....	12
Figur 3.2.3: KLP AksjeNorge Indeks og OSE Oslo Børs Mutual Fund TR (NOK), 2012-2021 (Morningstar, u.d.b).....	12
Figur 3.3.1: Risikoklassifisering KLP AksjeNorge Indeks (KLP, 2022c).....	13
Figur 4.1.1: Volumutvikling (UiA Crowdfunding Research Center, 2022) .....	18
Figur 4.5.1: Utlånsrente SME og gjennomsnittlig rente crowdlending (Bank of England, u.d.; Funding Circle, 2022).....	25
Figur 5.1.1: Boligpriser fra 2012 til 2021 - Hele landet og Oslo med Bærum (SSB, u.d.a)..	30
Figur 5.1.2: Leiepriser fra 2012 til 2021 - Hele landet og Oslo med Bærum (SSB, u.d.b)....	31
Figur 5.1.3: Historisk boligpris-leiepris-rate fra 1871 til 2021 med år 1979 = 100.....	32
Figur 7.1.1: Renteprognoiser 2022-2025 (Norges Bank, 2022, s. 18) .....	55
Figur 7.1.2: Disponibel realinntekt og sparerate (Eidshagen, Monsrud, & Hirsch, 2021).....	57
Figur 7.1.3: Faktisk og planlagt styringsrente ved ulike tidspunkter (Erikstad, 2022) .....	61
Figur 7.2.1: Predikert boligprisvekst (Norges Bank, 2022) .....	68
Figur 8.1: Mailkorrespondanse med Morten Natland i Eiendomsmegler 1 .....	90

## Tabelloversikt

Tabell 3.6.1: Nettoavkastning i KLP AksjeNorge Indeks, 2012-2021 .....	16
Tabell 4.2.1: Risikoklasser, minimumsrente og forventet kredittap (Kameo, 2022a) .....	20
Tabell 4.5.1: Gjennomsnittlig avkastning 2018-2021 (FundingPartner, 2022a; Monio, 2022b; Kameo, 2022b) .....	24
Tabell 4.5.2: Konstaterte tap 2018-2021 (FundingPartner, 2022a; Monio, 2022b; Kameo, 2022b).....	24
Tabell 4.5.3: Avkastning i crowdlending 2012-2021 .....	28
Tabell 5.3.1: Eksempel på beregning av avskrivninger .....	38
Tabell 5.4.1: Eksempel på skatteberegning - Ikke næringspliktig vs. næringspliktig.....	39
Tabell 5.5.1: Nettoavkastning ved investering i utleiebolig i Oslo og i Norge .....	43
Tabell 5.5.2: Sharpe-rate for utleiebolig ved 100% EK-finansiering, Oslo og Norge .....	44
Tabell 6.1.1: Årlig avkastning i % ved 0% belåning.....	45
Tabell 6.3.1: Sharpe-rate i de tre aktivaklassene .....	49
Tabell 6.4.1: Verdsettelsesrabatt for aksjefond og utleiebolig i perioden 2012-2021.....	50
Tabell 6.4.2: Formuesbeskatning i perioden .....	51
Tabell 6.5.1: Absolutt netto avkastning med 100% EK og 35% EK .....	52
Tabell 6.5.2: Sammenligning av Sharpe-rate før og etter formuesskatt.....	53
Tabell 7.2.1: Nettoavkastning uten fradrag for tap .....	64
Tabell 7.2.2: Nettoavkastning med fradrag for tap .....	65
Tabell 8.1: Beregning av avkastningstall, Crowdlending .....	90
Tabell 8.2: Beregninger, ubelånt utleiebolig i Oslo .....	91
Tabell 8.3: Beregninger, ubelånt utleiebolig i Norge .....	92
Tabell 8.4: Beregninger, belånt utleiebolig i Oslo .....	92
Tabell 8.5: Beregninger, belånt utleiebolig i Norge .....	93
Tabell 8.6: Årlig formuesskatt, verdsettelsesrabatt og ligningsverdi ved 100% EK-finansiering og fullstendig skatteplikt .....	93
Tabell 8.7: Årlig formuesskatt, verdsettelsesrabatt og ligningsverdi ved 35% EK-finansiering og tilordning av gjeld .....	94
Tabell 8.8: Avkastning etter formuesskatt ved 0% belåning.....	94
Tabell 8.9: Avkastning etter formuesskatt ved 65% belåning.....	94

## Formeloversikt

Formel 2.1.1: Logaritmisk avkastning .....	4
Formel 2.1.2: Enkel avkastning.....	4
Formel 2.2.1: Formel for varians.....	5
Formel 2.2.2: Formel for standardavvik.....	5
Formel 2.4.1: Totalrisiko i en portefølje .....	8
Formel 2.5.1: Sharpe-rate .....	8
Formel 2.6.1: Brekkstangformelen.....	9
Formel 3.6.1: Sharpe-rate for KLP AksjeNorge Indeks.....	16
Formel 4.2.1: Forventet kredittap.....	20
Formel 4.2.2: Konstatert tap.....	20
Formel 4.5.1: Årlig nettoavkastning fra renteinntekter i crowdlending.....	27
Formel 4.5.2: Sharpe-rate crowdlending.....	28
Formel 6.3.1: Stresstest av crowdlending .....	47

## Vedlegg

Du kan nok legge til grunn kr. 25,- / 30,- pr. kvm.

Vennlig hilsen

**Morten Natland**

Eiendomsmegler MNEF, EiendomsMegler 1 SR-Eiendom AS

M 97583873, E [REDACTED]

A Krinkelkroken 1, 5014 BERGEN P Postboks 1073, 5809 Bergen

[<image001.jpg>](#)

**Fra:** Even Syllåsen [REDACTED]

**Sendt:** onsdag 4. mai 2022 12:03

**Til:** EM1-Bergen <[bergen@em1sr.no](mailto:bergen@em1sr.no)>

**Emne:** Felleskostnader

Hei,

Jeg skriver masteroppgave i Finansiell Økonomi på NHH, og utfører en lønnsomhetsanalyse for sekundærbolig som investeringsobjekt. Jeg ser på en 65 kvm. leilighet i hhv. Oslo og landet for øvrig. I den forbindelse skulle jeg gjerne hatt noen tall på gjennomsnittlige felleskostnader per kvadratmeter. Kan dere hjelpe meg med det?

Figur 8.1: Mailkorrespondanse med Morten Natland i Eiendomsmegler 1

År	Investert beløp 01.01	Snitt-avkastning	Skattesats	Nettoavkastning, Crowdlending					Netto-avkastning	Netto-avkastning %	Beholdning 31.12	
				Konstaterte tap	Skattepliktig avkastning	Skattekostnad	Gj.snitt tap					
2012	500,000	8.72%	28.00%	0.31%	43,446	-	12,165	-	1,533	29,747	5.95%	529,747
2013	529,747	8.72%	28.00%	0.31%	46,030	-	12,888	-	1,625	31,517	5.95%	561,265
2014	561,265	8.72%	27.00%	0.31%	48,769	-	13,168	-	1,721	33,880	6.04%	595,145
2015	595,145	8.72%	27.00%	0.31%	51,713	-	13,962	-	1,825	35,925	6.04%	631,070
2016	631,070	8.72%	25.00%	0.31%	54,834	-	13,709	-	1,935	39,190	6.21%	670,260
2017	670,260	8.72%	24.00%	0.31%	58,240	-	13,978	-	2,055	42,207	6.30%	712,467
2018	712,467	9.10%	23.00%	0.31%	64,636	-	14,866	-	2,185	47,585	6.68%	760,052
2019	760,052	8.77%	22.00%	0.31%	66,427	-	14,614	-	2,331	49,482	6.51%	809,534
2020	809,534	8.78%	22.00%	0.31%	70,886	-	15,595	-	2,483	52,809	6.52%	862,342
2021	862,342	8.21%	31.68%	0.31%	70,610	-	22,369	-	2,645	45,596	5.29%	907,938
<b>Totalt</b>					<b>575,590</b>	<b>-</b>	<b>147,314</b>	<b>-</b>	<b>20,338</b>	<b>407,938</b>	<b>61.48%</b>	

Tabell 8.1: Beregning av avkastningstall, Crowdlending

OSLO										
Størrelse på Utleiebolig										
Type	65									
År	3-roms		Lavere kostpri		Høyere leieinntekt					
	Brutto leieinntekter Oslo og Bærum	Boligpris Oslo		10%	10%					
2012	136,565	37,907								
2013	148,720	41,038								
2014	151,580	40,564								
2015	162,305	43,885								
2016	172,315	47,918								
2017	179,465	58,308								
2018	186,615	56,552								
2019	191,620	59,067								
2020	203,060	61,771								
2021	202,345	66,610								
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Kjøpesum for boligen (inkl. dok. Avg.)	2,525,561									
Innskutt EK	2,525,561									
Hvorav dokumentavgift	61,599									
Dokumentavgift	2.5 %									
Salgskostnad (prosent av verdi) - Finn kilde	40,000									
Skattesats	28%	28%	27%		27%	25%	23%	23%	22%	22%
Inflasjon	0.80%	2.10%	2.10%		2.20%	3.50%	1.90%	2.80%	2.20%	1.30%
Vedlikeholdskostnader, vekst	7.83%	-3.34%	2.49%		16.46%	-4.13%	-3.20%	1.88%	8.49%	-11.48%
Boligprisvekst	8%	-1%	8%		9%	22%	-3%	4%	5%	8%
Avk. på EK, boligprisvekst	2,734,180									
Avk. på EK, leieinntekter										
Verdi på bolig										
Markedsverdi ved årets slutt	2,667,493	2,636,655	2,852,521		3,114,645	3,789,998	3,675,898	3,839,339	4,015,116	4,329,665
Egenkapital ved årets slutt	2,667,493	2,636,655	2,852,521		3,114,645	3,789,998	3,675,898	3,839,339	4,015,116	4,329,665
Innskutt EK	-	-	-		-	-	-	-	-	-
Oppkjøpt EK	141,932	111,094	326,961		589,084	1,264,438	1,150,337	1,313,779	1,489,556	1,804,104
EK: % ved kjøp	100%	100%	100%		100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Bruttoinntekt</b>	<b>136,565</b>	<b>148,720</b>	<b>151,580</b>		<b>162,305</b>	<b>172,315</b>	<b>179,465</b>	<b>186,615</b>	<b>191,620</b>	<b>203,060</b>
Felleskostnader per år	15,000	15,120	15,438		15,762	16,108	16,572	16,989	17,465	17,849
Vedlikeholdskostnad (snitt i utleieperioden per år)*	11,000	11,861	11,465		11,751	13,686	13,120	12,700	12,939	14,038
Andre utleiekostnader**	5,000	5,040	5,146		5,254	5,369	5,557	5,663	5,822	5,950
Rentekostnader (Serielån)	-	-	-		-	-	-	-	-	-
Skattekostnad eiendomsskatt	-	-	-		-	-	-	-	-	-
Andre kostnader i forbindelse med kjøp/salg	600									40,000
<b>Netto leieinntekter før skatt</b>	<b>104,965</b>	<b>116,699</b>	<b>119,531</b>		<b>128,538</b>	<b>137,151</b>	<b>144,115</b>	<b>151,263</b>	<b>155,395</b>	<b>165,224</b>
Skattekostnad leieinntekt	29,390	32,676	32,273		34,975	34,288	33,146	34,791	34,187	36,349
<b>Netto leieinntekter etter skatt</b>	<b>75,575</b>	<b>84,023</b>	<b>87,258</b>		<b>94,563</b>	<b>102,863</b>	<b>110,969</b>	<b>116,473</b>	<b>121,208</b>	<b>128,874</b>
<b>Skattekostnader</b>										
Skattesats (netto leieinntekt og salgsvinst)	28%	28%	27%		27%	25%	23%	23%	22%	22%
Eiendomsskatt per år (	0%	0%	0%		0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rente på lån (flytende)	3.83%	4.02%	3.86%		3.04%	2.55%	2.57%	2.60%	2.98%	2.32%
Snittrente i perioden	<b>2.97%</b>									
<b>Lånekostnad</b>										
Løpetid	<b>30</b>									
Lån ved starten av perioden (lagt til dokumentavgift på kjøpesum)	-	-	-		-	-	-	-	-	-
Avdrag	-	-	-		-	-	-	-	-	-
Rentekostnad	-	-	-		-	-	-	-	-	-
Utbetaling	-	-	-		-	-	-	-	-	-
Leie i prosent av kjøpsverdi	5.4%	5.9%	6.0%		6.4%	6.8%	7.1%	7.4%	7.6%	8.0%
Leie i prosent av markedsverdi	5.1%	5.6%	5.3%		5.2%	4.5%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%

Tabell 8.2: Beregninger, ubelånt utleiebolig i Oslo



Norge											
Størrelse på Utleiebolig											
Type	65										
År	3-roms		Boligpris		Lavere kostpri		Høyere leieinntekt				
	Oslo og Bærum	Oslo	Oslo	Oslo	10%	10%					
2012	93,665	25,605									
2013	102,960	27,363									
2014	106,535	27,641									
2015	112,255	29,245									
2016	125,125	30,572									
2017	130,130	31,657									
2018	135,850	33,903									
2019	140,140	34,675									
2020	145,145	35,569									
2021	147,290	36,099									
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	
Kjøpesum for boligen (inkl. dok. Avg.)	1,705,933										
Innskutt EK	1,705,933										
Hvorav dokumentavgift	41,608										
Dokumentavgift	2,5%										
Salgskostnad (prosent av verdi) - Finn kilde	40,000										
Sattesats	28%	28%	27%		27%		23%	23%	22%	22%	22%
Inflasjon	0,80%	2,10%	2,10%		2,20%		3,50%	3,90%	2,80%	2,20%	1,30%
Vedlikeholdskostnader, vekst	7,83%	-3,34%	2,49%		16,46%		-4,13%	-3,20%	1,88%	8,49%	-11,48%
Boligprisvekst	7%	1%	6%		5%		10%	1%	2%	3%	7%
Verdi på bolig											
Markedsverdi ved årets slutt	1,778,622	1,796,669	1,900,940		1,987,164		2,187,685	2,203,727	2,253,857	2,312,008	2,476,435
Egenkapital ved årets slutt	1,778,622	1,796,669	1,900,940		1,987,164		2,187,685	2,203,727	2,253,857	2,312,008	2,476,435
Innskutt EK	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Opptjent EK	72,689	90,736	195,007		281,231		481,752	497,794	547,924	606,075	770,502
EK: % ved kjøp	100%	100%	100%		100%		100%	100%	100%	100%	100%
<b>Bruttoinntekt</b>	<b>93,665</b>	<b>102,960</b>	<b>106,535</b>		<b>112,255</b>		<b>125,125</b>	<b>130,130</b>	<b>135,850</b>	<b>140,140</b>	<b>145,145</b>
Felleskostnader per år	15,000	15,120	15,438		15,762		16,108	16,672	16,989	17,465	17,849
Vedlikeholdskostnad (snitt i utleieperioden per år)*	11,000	11,861	11,465		11,751		13,686	13,120	12,700	12,939	14,038
Andre utleiekostnader**	5,000	5,040	5,146		5,254		5,369	5,557	5,663	5,822	5,950
Rentekostnader (Serielån)	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Skattekostnad eiendomsskatt	9,019	10,600	11,025		11,327		12,689	12,782	12,847	13,410	14,116
Andre kostnader i forbindelse med kjøp/salg	600										40,000
Netto leieinntekt før skatt	53,046	60,339	63,461		68,161		77,273	81,999	87,651	90,505	91,193
Skattekostnad leieinntekt	14,853	16,895	17,134		18,404		19,318	18,860	20,160	19,911	20,502
Netto leieinntekt etter skatt	38,193	43,444	46,326		49,758		57,954	63,139	67,491	70,594	72,690
<b>Skattekostnader</b>											
Sattesats (netto leieinntekt og salgsvinst)	28%	28%	27%		27%		25%	23%	23%	22%	22%
Eiendomsskatt per år	0,59%	0,59%	0,58%		0,57%		0,58%	0,58%	0,57%	0,58%	0,57%
Bunnfradrag, eiendomsskatt (anslag)	250,000,00	250,000,00	250,000,00		250,000,00		250,000,00	250,000,00	250,000,00	250,000,00	250,000,00
Rente på lån (flytende)	3,83%	4,02%	3,86%		3,04%		2,55%	2,57%	2,60%	2,98%	2,32%
Snittrente i perioden	2,97%										
<b>Lånekostnad</b>											
Låpetid	30										
Lån ved starten av perioden (lagt til dokumentavgift på kjøpesum)	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Avdrag	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Rentekostnad	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Utbetaling	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Leie i prosent av kjøpsverdi	5,5%	6,0%	6,2%		6,6%		7,3%	7,6%	8,0%	8,2%	8,5%
Leie i prosent av markedsverdi	5,3%	5,7%	5,6%		5,6%		5,7%	5,9%	6,0%	6,1%	5,9%

Tabell 8.3: Beregninger, ubelånt utleiebolig i Norge

OSLO											
Størrelse på Utleiebolig											
Type	65										
År	3-roms		Boligpris		Lavere kostpri		Høyere leieinntekt				
	Oslo og Bærum	Oslo	Oslo	Oslo	10%	10%					
2012	136,565	37,907									
2013	148,720	41,038									
2014	151,580	40,564									
2015	162,305	43,885									
2016	172,315	47,918									
2017	179,465	58,308									
2018	186,615	56,552									
2019	191,620	59,067									
2020	203,060	61,771									
2021	202,345	66,610									
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	
Kjøpesum for boligen (inkl. dok. Avg.)	2,525,561										
Innskutt EK	883,946										
Hvorav dokumentavgift	61,599										
Dokumentavgift	40,000										
Salgskostnad (prosent av verdi) - Finn kilde	40,000										
Sattesats	28%	28%	27%		27%		25%	23%	23%	22%	22%
Inflasjon	0,80%	2,10%	2,10%		2,20%		3,50%	3,90%	2,80%	2,20%	1,30%
Vedlikeholdskostnader, vekst	7,83%	-3,34%	2,49%		16,46%		-4,13%	-3,20%	1,88%	8,49%	-11,48%
Boligprisvekst	8%	-1%	8%		9%		22%	-3%	4%	5%	8%
Verdi på bolig											
Markedsverdi ved årets slutt	2,667,493	2,636,655	2,852,521		3,114,645		3,789,998	3,675,898	3,839,339	4,015,116	4,329,665
Egenkapital ved årets slutt	933,622	995,040	1,210,907		1,473,030		2,148,384	2,034,283	2,197,725	2,373,502	2,688,050
Innskutt EK	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Opptjent EK	49,676	111,094	326,961		589,084		1,264,438	1,150,337	1,313,779	1,489,556	1,804,104
EK: % ved kjøp	39%	38%	42%		47%		57%	55%	57%	59%	62%
<b>Bruttoinntekt</b>	<b>136,565</b>	<b>148,720</b>	<b>151,580</b>		<b>162,305</b>		<b>172,315</b>	<b>179,465</b>	<b>186,615</b>	<b>191,620</b>	<b>203,060</b>
Felleskostnader per år	15,000	15,120	15,438		15,762		16,108	16,672	16,989	17,465	17,849
Vedlikeholdskostnad (snitt i utleieperioden per år)*	11,000	11,861	11,465		11,751		13,686	13,120	12,700	12,939	14,038
Andre utleiekostnader**	5,000	5,040	5,146		5,254		5,369	5,557	5,663	5,822	5,950
Rentekostnader (Serielån)	62,915	66,034	63,284		49,864		41,820	42,189	42,682	48,879	38,003
Skattekostnad eiendomsskatt	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Andre kostnader i forbindelse med kjøp/salg	7,500										40,000
Netto leieinntekt før skatt	35,150	50,665	56,247		79,674		95,331	101,926	108,581	106,516	127,220
Skattekostnad leieinntekt	9,842	14,186	15,187		21,512		23,833	23,443	24,974	23,433	27,988
Netto leieinntekt etter skatt	25,308	36,479	41,060		58,162		71,498	78,483	83,608	83,082	99,232
<b>Skattekostnader</b>											
Sattesats (netto leieinntekt og salgsvinst)	28%	28%	27%		27%		25%	23%	23%	22%	22%
Eiendomsskatt per år	0%	0%	0%		0%		0%	0%	0%	0%	0%
Rente på lån (flytende)	3,83%	4,02%	3,86%		3,04%		2,55%	2,57%	2,60%	2,98%	2,32%
Snittrente i perioden	2,97%										
<b>Lånekostnad</b>											
Låpetid	30										
Lån ved starten av perioden (lagt til dokumentavgift på kjøpesum)	1,641,614	1,641,614	1,641,614		1,641,614		1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614
Avdrag	-	-	-		-		-	-	-	-	-
Rentekostnad	62,915	66,034	63,284		49,864		41,820	42,189	42,682	48,879	38,003
Utbetaling	62,915	66,034	63,284		49,864		41,820	42,189	42,682	48,879	38,003
Leie i prosent av kjøpsverdi	5,4%	5,9%	6,0%		6,4%		6,8%	7,1%	7,4%	7,6%	8,0%
Leie i prosent av markedsverdi	5,1%	5,6%	5,3%		5,2%		4,5%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%

Tabell 8.4: Beregninger, belånt utleiebolig i Oslo

Norge										
Størrelse på Utleiebolig	65									
Type	3-roms									
År	Brutto leieinntekter Norge	Boligpris Norge	Lavere kostpris	Høyere leieinntekt						
			10%	10%						
2012	93,665	25,605								
2013	102,960	27,363								
2014	106,535	27,641								
2015	112,255	29,245								
2016	125,125	30,572								
2017	130,130	33,657								
2018	135,850	33,903								
2019	140,140	34,675								
2020	145,145	35,569								
2021	147,290	38,099								
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Kjøpesum for boligen (inkl. dok. Avg.)	1,705,933									
Innskutt EK	597,077									
Hvorav dokumentavgift	41,608									
Dokumentavgift	2.5 %									
Salgskostnad (prosent av verdi) - Finn kilde	40,000									
Skattesats	28%	28%	27%	27%	25%	23%	23%	22%	22%	22%
Inflasjon	0.80%	2.10%	2.10%	2.10%	3.50%	1.90%	2.80%	2.20%	1.30%	3.50%
Vedlikeholdskostnader, vekst	7.83%	-3.34%	2.49%	16.46%	-4.13%	-3.20%	1.88%	8.49%	-11.48%	2.00%
Boligprisvekst	7%	1%	6%	5%	10%	1%	2%	3%	7%	8%
<b>Verdi på bolig</b>										
Markedsverdi ved årets slutt	1,778,622	1,796,669	1,900,940	1,987,164	2,187,685	2,203,727	2,253,857	2,312,008	2,476,435	2,676,956
Egenkapital ved årets slutt	622,518	687,812	792,083	878,307	1,078,828	1,094,870	1,145,000	1,203,152	1,367,579	1,568,100
Innskutt EK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjent EK	<b>25,441</b>	<b>90,736</b>	<b>195,007</b>	<b>281,231</b>	<b>481,752</b>	<b>497,794</b>	<b>547,924</b>	<b>606,075</b>	<b>770,502</b>	<b>971,023</b>
EK: x% ved kjøp	<b>35%</b>	<b>38%</b>	<b>42%</b>	<b>44%</b>	<b>49%</b>	<b>50%</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>	<b>55%</b>	<b>59%</b>
<b>Bruttoinntekt</b>	<b>93,665</b>	<b>102,960</b>	<b>106,535</b>	<b>112,255</b>	<b>125,125</b>	<b>130,130</b>	<b>135,850</b>	<b>140,140</b>	<b>145,145</b>	<b>147,290</b>
Felleskostnader per år	15,000	15,120	15,438	15,762	16,108	16,672	16,989	17,465	17,849	18,081
Vedlikeholdskostnad (snitt i utleieperioden per år)*	11,000	11,861	11,465	11,751	13,686	13,120	12,700	12,939	14,038	12,427
Andre utleiekostnader**	5,000	5,040	5,146	5,254	5,369	5,557	5,663	5,822	5,950	6,027
Rentekostnader (Serielån)	42,497	44,604	42,746	33,682	28,248	28,498	28,830	33,016	25,670	21,983
Skattekostnad eiendomsskatt	9,019	10,600	11,025	11,327	12,689	12,782	12,847	13,410	14,116	15,259
Andre kostnader i forbindelse med kjøp/salg	7,500									40,000
<b>Netto leieinntekter før skatt</b>	<b>3,649</b>	<b>15,735</b>	<b>20,714</b>	<b>34,480</b>	<b>49,024</b>	<b>53,501</b>	<b>58,821</b>	<b>57,489</b>	<b>67,523</b>	<b>33,513</b>
Skattekostnad leieinntekt	1,022	4,406	5,593	9,310	12,256	12,305	13,529	12,648	14,855	7,373
<b>Netto leieinntekter etter skatt</b>	<b>2,627</b>	<b>11,329</b>	<b>15,121</b>	<b>25,170</b>	<b>36,768</b>	<b>41,196</b>	<b>45,292</b>	<b>44,841</b>	<b>52,668</b>	<b>26,140</b>
<b>Skattekostnader</b>										
Skattesats (netto leieinntekt og salgsgjenvinst)	28%	28%	27%	27%	25%	23%	23%	22%	22%	22%
Eiendomsskatt per år	0.59%	0.59%	0.58%	0.57%	0.58%	0.58%	0.57%	0.58%	0.57%	0.57%
Bunnfradrag, eiendomsskatt (anslag)	250,000.00	250,000.00	250,000.00	250,000.00	250,000.00	250,000.00	250,000.00	250,000.00	250,000.00	250,000.00
Rente på lån (flytende)	3.83%	4.02%	3.86%	3.04%	2.55%	2.57%	2.60%	2.98%	2.32%	1.98%
Snittrente i perioden	<b>2.97%</b>									
<b>Lånekostnad</b>										
Løpetid	<b>30</b>									
Lån ved starten av perioden (lagt til dokumentavgift på kjøpesum)	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857
Rentekostnad	42,497	44,604	42,746	33,682	28,248	28,498	28,830	33,016	25,670	21,983
Utbetaling	42,497	44,604	42,746	33,682	28,248	28,498	28,830	33,016	25,670	21,983
Leie i prosent av kjøpsverdi	5.5 %	6.0 %	6.2 %	6.6 %	7.3 %	7.6 %	8.0 %	8.2 %	8.5 %	8.6 %
Leie i prosent av markedsverdi	5.3 %	5.7 %	5.6 %	5.6 %	5.7 %	5.9 %	6.0 %	6.1 %	5.9 %	5.5 %

Tabell 8.5: Beregninger, belånt utleiebolig i Norge

100% EK										
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Markedsverdi beløp	1,000,000	1,151,900	1,423,403	1,486,317	1,571,186	1,759,728	2,055,484	2,056,718	2,396,488	3,091,725
Aksejefond										
Verdsattelsrabatt	0%	0%	0%	0%	0%	10%	20%	25%	35%	45%
Ligningsverdi	100%	100%	100%	100%	100%	90%	80%	75%	65%	55%
Skattekostnad	12,671	15,657	14,863	13,355	14,958	16,030	13,986	15,278	13,855	14,454
Skattekostnad i %	1.10%	1.35%	1.29%	1.15%	1.29%	1.39%	1.21%	1.32%	1.20%	1.25%
Markedsverdi beløp	500,000	529,747	561,265	595,145	631,070	670,260	712,467	760,052	809,534	862,342
Crowdfunding										
Verdsattelsrabatt	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ligningsverdi	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Skattekostnad	5,827	6,174	5,951	5,364	5,697	6,056	6,460	6,881	7,330	7,717
Skattekostnad i %	1.10%	1.10%	1.00%	0.85%	0.90%	0.90%	0.85%	0.90%	0.90%	0.90%
Markedsverdi beløp	2,525,561	2,667,493	2,636,655	2,852,521	3,114,645	3,789,998	3,675,898	3,839,339	4,015,116	4,329,665
Utleiebolig, Oslo										
Verdsattelsrabatt	60%	50%	40%	30%	20%	10%	10%	10%	10%	10%
Ligningsverdi	40%	50%	60%	70%	80%	90%	90%	90%	90%	90%
Skattekostnad	11,737	14,502	17,115	18,532	25,772	28,121	29,371	30,716	33,122	35,269
Skattekostnad i %	0.44%	0.55%	0.60%	0.59%	0.68%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
Markedsverdi beløp	1,705,933	1,778,622	1,796,669	1,900,940	1,987,164	2,187,685	2,203,727	2,253,857	2,312,008	2,476,435
Utleiebolig, Norge										
Verdsattelsrabatt	40%	50%	60%	70%	80%	90%	90%	90%	90%	90%
Ligningsverdi	60%	50%	40%	30%	20%	10%	10%	10%	10%	10%
Skattekostnad	7,826	9,882	11,406	11,824	14,876	16,859	17,242	17,687	18,945	20,479
Skattekostnad i %	0.44%	0.55%	0.60%	0.59%	0.68%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%

Tabell 8.6: Årlig formuesskatt, verdsettelsesrabatt og ligningsverdi ved 100% EK-finansiering og fullstendig skatteplikt

35% EK											
År		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Skattesats	1.10%	1.10%	1.00%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
Markedsverdi beløp		1,000,000	1,151,900	1,423,403	1,486,317	1,571,186	1,759,728	2,095,484	2,056,718	2,396,488	3,091,725
Gjeld		650,000	650,000	650,000	650,000	650,000	650,000	650,000	650,000	650,000	650,000
Aksjefond	Verdsettelsesrabatt	0%	0%	0%	0%	0%	10%	20%	25%	35%	45%
	Ligningsverdi	100%	100%	100%	100%	100%	90%	80%	75%	65%	55%
	Skattekostnad	<b>5,521</b>	<b>8,507</b>	<b>8,363</b>	<b>7,830</b>	<b>9,433</b>	<b>11,058</b>	<b>9,566</b>	<b>11,134</b>	<b>10,264</b>	<b>11,415</b>
	Skattekostnad i % av investert	<b>0.479 %</b>	<b>0.598 %</b>	<b>0.563 %</b>	<b>0.498 %</b>	<b>0.536 %</b>	<b>0.528 %</b>	<b>0.465 %</b>	<b>0.465 %</b>	<b>0.409 %</b>	<b>0.369 %</b>
Markedsverdi beløp		500,000	516,099	532,712	550,978	572,285	596,740	623,030	653,129	683,032	716,650
Gjeld		325,000	325,000	325,000	325,000	325,000	325,000	325,000	325,000	325,000	325,000
Crowdfunding	Verdsettelsesrabatt	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Ligningsverdi	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Skattekostnad	<b>2,102</b>	<b>2,285</b>	<b>2,260</b>	<b>2,102</b>	<b>2,310</b>	<b>2,533</b>	<b>2,789</b>	<b>3,043</b>	<b>3,329</b>	<b>3,565</b>
	Skattekostnad i % av investert	<b>0.407 %</b>	<b>0.429 %</b>	<b>0.410 %</b>	<b>0.367 %</b>	<b>0.387 %</b>	<b>0.407 %</b>	<b>0.427 %</b>	<b>0.446 %</b>	<b>0.465 %</b>	<b>0.479 %</b>
Markedsverdi beløp		2,525,561	2,667,493	2,636,655	2,852,521	3,114,645	3,789,998	3,675,898	3,839,339	4,015,116	4,329,665
Gjeld		1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614	1,641,614
Utleiebolig, Oslo	Verdsettelsesrabatt	60%	50%	40%	30%	20%	10%	10%	10%	10%	10%
	Ligningsverdi	40%	50%	60%	70%	80%	90%	90%	90%	90%	90%
	Skattekostnad	<b>4,514</b>	<b>5,473</b>	<b>7,265</b>	<b>8,765</b>	<b>14,609</b>	<b>15,562</b>	<b>16,813</b>	<b>18,157</b>	<b>20,564</b>	<b>22,710</b>
	Skattekostnad i % av investert	<b>0.169 %</b>	<b>0.208 %</b>	<b>0.255 %</b>	<b>0.281 %</b>	<b>0.385 %</b>	<b>0.423 %</b>	<b>0.438 %</b>	<b>0.452 %</b>	<b>0.475 %</b>	<b>0.493 %</b>
Markedsverdi beløp		1,705,933	1,778,622	1,796,669	1,900,940	1,987,164	2,187,685	2,203,727	2,253,857	2,312,008	2,476,435
Gjeld		1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857	1,108,857
Utleiebolig, Norge	Verdsettelsesrabatt	60%	50%	40%	30%	20%	10%	10%	10%	10%	10%
	Ligningsverdi	40%	50%	60%	70%	80%	90%	90%	90%	90%	90%
	Skattekostnad	<b>2,947</b>	<b>3,783</b>	<b>4,753</b>	<b>5,226</b>	<b>7,336</b>	<b>8,376</b>	<b>8,759</b>	<b>9,204</b>	<b>10,462</b>	<b>11,996</b>
	Skattekostnad i % av investert	<b>0.166 %</b>	<b>0.211 %</b>	<b>0.250 %</b>	<b>0.263 %</b>	<b>0.335 %</b>	<b>0.380 %</b>	<b>0.389 %</b>	<b>0.398 %</b>	<b>0.422 %</b>	<b>0.448 %</b>

Tabell 8.7: Årlig formuesskatt, verdsettelsesrabatt og ligningsverdi ved 35% EK-finansiering og tilordning av gjeld

Avkastning etter formuesskatt ved 0% belåning	Utleiebolig			
	Fond	CL	Oslo	Norge
Investert beløp	1,000,000	500,000	2,525,561	1,705,933
Nettoavkastning før formuesskatt	1,454,069	407,938	2,646,027	1,310,276
Formuesskatt	145,107	63,459	244,256	147,024
Nettoavkastning etter formuesskatt	1,308,962	344,480	2,401,772	1,163,252
Formuesskatt i % av investert beløp	14.51%	12.69%	9.67%	8.62%
Nettoavk. i perioden	130.90%	68.90%	95.10%	68.19%
Årlig nettoavkastning etter formuesskatt	<b>13.09%</b>	<b>6.89%</b>	<b>9.51%</b>	<b>6.82%</b>

Tabell 8.8: Avkastning etter formuesskatt ved 0% belåning

Avkastning etter formuesskatt, ved 65% belåning	Utleiebolig			
	Fond	CL	Oslo	Norge
Investert beløp	350,000	175,000	883,946	597,077
Nettoavkastning før formuesskatt	1,125,837	244,447	2,275,748	1,058,552
Formuesskatt	94,319	26,318	134,432	72,841
Nettoavkastning etter formuesskatt	1,031,518	218,129	2,141,317	985,711
Formuesskatt i % av investert beløp	26.95%	15.04%	15.21%	12.20%
Nettoavk. i perioden	294.72%	124.65%	242.25%	165.09%
Årlig nettoavkastning etter formuesskatt	<b>29.47%</b>	<b>12.46%</b>	<b>24.22%</b>	<b>16.51%</b>

Tabell 8.9: Avkastning etter formuesskatt ved 65% belåning