



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

IAS 40 och finanskrisen

– ny standard prövas i hårdare tider

Kandidatuppsats i Företagsekonomi, 15 hp
Externredovisning och Företagsanalys, vårterminen 2010

Handledare: Thomas Polesie

Författare: Emil Lärke Bredung 870307
Johan Järpenmyr 860903

FÖRORD

Efter att ha arbetat i mer än tio veckors tid är vi glada att kunna avlägga vår kandidatuppsats i företagsekonomi med inriktning mot externredovisning och företagsanalys. De veckor under vilka vi skrivit uppsatsen har varit intressanta och lärorika. Vi har under uppsatsens gång fått nya kunskaper, insikter och praktisk erfarenhet av redovisningsstandarder, fastighetsbranschen och fastighetsvärdering.

Så här i backspegeln vill tacka alla de personer som varit delaktiga i uppsatsen och som vi kommit i kontakt med under arbetets gång. Ett särskilt stort tack vill vi rikta till vår handledare professor Thomas Polesie som med stor kunskap och engagemang bidragit med vägledning och samtidigt utmanat oss att hitta nya infallsvinklar för studien, speciellt under uppsatsarbetets första del.

Vi vill även rikta ett stort tack till de opponenter och andra som bidragit med synpunkter och förbättringsförslag till uppsatsen.

Göteborg den 1 juni 2010

Emil Lärke Bredung

Johan Järpenmyr

SAMMANFATTNING

Examensarbete i Företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Externredovisning och företagsanalys, Kandidatuppsats, vårterminen 2010.

Författare: Emil Lärke Bredung och Johan Järpenmyr

Handledare: Thomas Polesie

Titel: IAS 40 och finanskrisen – ny standard provas i hårdare tider

Ämnesord: IAS 40 Förvaltningsfastigheter, nedskrivningar, verkligt värde, fastighetsbolag, finanskris

Bakgrund och problem: År 2005 infördes en ny redovisningsstandard för börsnoterade bolag inom EU kallad IAS 40 Förvaltningsfastigheter. Den nya standarden kom att påverka de svenska börsnoterade fastighetsbolagens redovisningar genom att stärka bolagens balansräkningar och öka resultaten under det sena 00-talets högkonjunktur. Fenomenet som den här uppsatsen undersöker är hur några av de större börsnoterade fastighetsbolagen har hanterat IAS 40 och värdering till verkligt värde före och under den finansiella krisen.

Syfte: Att studera hur värderingen av förvaltningsfastigheter till verkligt värde har påverkats i tider av osäkra marknadsförhållanden. Med ovanstående avses tiden för och storleken på de upp- och nedskrivningar som gjorts i olika bolag under och i anslutning till den finansiella krisen. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om det finns några skillnader mellan bolagen vad gäller tiden för och storleken på de nedskrivningar som gjorts, samt undersöka orsaken till eventuella skillnader.

Avgränsningar: Uppsatsen fokuserar på svenska börsnoterade fastighetsbolag med i huvudsak kommersiella fastigheter i sitt bestånd som värderar sina förvaltningsfastigheter enligt IASB:s standard IAS 40 Förvaltningsfastigheter. De bolag som vi valt att granska är Castellum, Fabege, Hufvudstaden, Kungälv, och Wihlborgs. Tidsperioden som undersökts är 2005-2009.

Metod: Vi har valt att använda oss av en hermeneutisk forskningsansats kopplad till det samhällsvetenskapliga forsknings sättet. Till vår hjälp har vi i huvudsak kvantitativ information i form av siffror från bolagens årsredovisningar. Denna information har kompletterats med kvalitativt material från artiklar och tidskrifter för att skapa större förståelse. Den data som vi samlat in och sammanställt består i huvudsak av sekundärdata hämtad från bolagens årsredovisningar. I empirin presenteras var och ett av bolagen utefter ett antal parametrar som introduktion, finansiell ställning och värdering av fastigheter. Analysen är en sammanställning av empirin där vi bland annat presenterar resultaten grafiskt för läsaren.

Resultat och slutsats: Studien har visat att de undersökta fastighetsbolagen har skrivit upp sina orealiserade förvaltningsfastigheter med sammanlagt 17,8 miljarder kronor och skrivit ned dem med 8 miljarder kronor under tidsperioden. Det innebär att nedskrivningarna endast motsvarat 45 procent av periodens uppskrivningar. Studien har visat på konsensus för tidpunkten då ett nedskrivningsbehov uppstått men att graden av nedskrivningar varierat. Det företag som gjort de största nedskrivningarna gjorde under perioden orealiserade nedskrivningar som motsvarade 81 procent av periodens orealiserade uppskrivningar medan det företag som gjort de minsta nedskrivningarna endast gjort nedskrivningar motsvarande 12 procent av periodens uppskrivningar.

Studien antyder att företagens soliditetsmått verkar ha haft viss påverkan på storleken av företagens nedskrivningar samt att kassaflödesbaserade modeller för värdering av fastigheter har lett till de största nedskrivningarna. Studien antyder även att det i tider av minskade fastighetstransaktioner kan skapas utrymme för mer subjektiva bedömningar om ortsprismetoden nyttjas, vilket i sin tur leder till mindre nedskrivningar. Vidare fann vi ingen koppling mellan nedskrivningarnas storlek och huruvida värderingen har gjorts internt eller externt.

Förslag till fortsatt forskning: De förslag som lämnats till fortsatt forskning kan kopplas till resultatet av studien men bygger även vidare in på andra områden. Utvalda förslag i kortform är: en uppföljning av vår egen studie om ett antal år, en studie som tittar på varför vissa bolag föredrar en viss typ av metod, en mer ingående studie om hur ett maximalt negativt nedskrivningsscenario hade påverkat de fastighetsbolag med sämst soliditet, en studie som behandlar själva beslutsprocessen kring värderingen av fastigheterna samt en jämförelse mellan hur svenska och utländska fastighetsbolag behandlat IAS 40 Förvaltningsfastigheter under samma tidsperiod.

ABSTRACT

Bachelor's Thesis in Business Economics, University of Gothenburg, School of Business, Economics and Law, Financial Accounting and Business Analysis, spring term 2010.

English Title: IAS 40 and the financial crisis – a new standard is tested in tough times

Subject terms: IAS 40 Investment property, financial crisis, fair value accounting, real estate companies, impairments

Background and research issue: During 2005 a new accounting standard called IAS 40 Investment Property was introduced in the EU. This shift in accounting standards came to affect Swedish publicly traded real estate companies in a way that strengthened their balance sheets and bolstered their Income Statements through revaluations of their property portfolios during the late 00-ties real estate boom. The issue that this essay investigates is how some of the largest publicly traded Swedish real estate companies handled IAS 40 Investment Property and impairments in real estate values before and during the financial crisis.

Purpose: The purpose of this essay is to study how property valuation at fair value is effected by uncertain market conditions. This essay focuses on size of write-ups and impairments in property values made before and during the financial crisis. The goal of the essay is to examine any differences between the companies in size and time of impairments and investigate differences between them.

Methodology: In this essay we used a hermeneutic research approach linked to research methods in social science. The essay itself is made up mainly by quantitative information in statistical form gathered from the annual reports of different companies. To supplement the quantitative aspects we also gathered qualitative data from articles, journals, accounting standards and annual reports, but the data consists mostly of secondary data taken from the annual reports. In the empirical part of the essay the companies are presented one by one along different parameters such as financial situation and valuation of real estate. The analysis is a summary of the data gathered in the empirical part of the essay, presented to the reader in graphical form.

Delimitations: The essay focuses on Swedish publicly traded real estate companies that primarily manage commercial real estate. The main criteria for selection was that the companies used the accounting standards of IASB and implemented IAS 40 Investment Property in their financial reporting. Other criteria were that the companies were to be similar in size and geographical concentration. The companies that we selected were: Castellum, Fabege, Hufvudstaden, Kungsleden och Wihlborgs. The time period investigated is 2005-2009.

Empirical results and conclusions: The essay has shown that the investigated real estate companies wrote up the value of their Investment Properties by a total of 17.8 billion Swedish kronor, while the impairments during the same time were about 8 billion. This means that the impairments only amounted to 45 percent of total write-ups. The essay shows a consensus among the companies for when to start making impairments, but that the level of impairments varies from company to company. The company that made the largest impairments made unrealized impairments corresponding to 81 percent of previous write-ups, while the company that did the least unrealized impairments, made impairments of 12 percent of previous write-ups.

Abstract

The debt to equity ratio seems to have an impact in the size of the impairments. The essay also shows that the use of cash flow based valuation models for valuation of property generated the largest impairments and that valuation models based on geography showed the lowest degree of impairments. The essay also showed that there was little evidence that differences in impairments could be explained by differences in internal or external valuation models.

Suggestions for future research: The suggestions we have for future research can be linked to our Empirical results and conclusions, but they also build on and expand this research into other areas. The suggestions are in short form: an essay of how the decision making process surrounds property valuation, an essay of how a maximum impairment would have affected the companies with the weakest balance sheets, a larger more quantitative essay focusing on debt to equity relating to impairments and finally an essay focusing on possible connections between fair value accounting, impairments and financial goals.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	2
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	3
1.4 SYFTE.....	3
1.5 AVGRÄNSNINGAR	3
1.6 DISPOSITION.....	4
2. TEORETISK REFERENS RAM	5
2.1 FASTIGHETER SOM MARKNADSOBJEKT	5
2.2 FINANSKRISEN OCH DEN SVENSKA FASTIGHETSMARKNADEN	5
2.3 NYA SPELREGLER FÖR NOTERADE BOLAG INOM EU	7
2.4 REDOVISNINGENS SYFTE	7
2.5 FINANSIELLA RAPPORTERS KVALITATIVA EGENSKAPER	8
2.6 VÄRDERING AV FÖRVALTNINGSFASTIGHETER ENLIGT IAS 40.....	8
2.7 VERKLIGT VÄRDE	9
2.8 VÄRDERINGSHIERARKI	10
2.9 VÄRDERINGSMETODER	10
2.10 BETYDELSEN AV VEM SOM GÖR VÄRDERINGEN.....	12
2.11 FINANSIELL STYRKA	12
3. METOD	13
3.1 PERSPEKTIV	13
3.2 FORSKNINGSSTRATEGI OCH VETENSKAPLIG ANSATS.....	13
3.3 METOD FÖR DATAINSAMLING	14
3.3.1 PRIMÄRDATA	14
3.3.2 SEKUNDÄRDATA	14
3.3.3 VAL AV INSAMLINGSMETOD.....	15
3.4 UNDERSÖKNINGSDESIGN OCH TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	15
3.5 VAL AV ANALYSMETOD	16
3.6 DISPOSITION AV ANALYS.....	16

Innehållsförteckning

3.7 VALIDITET OCH RELIABILITET	17
4. EMPIRI	18
4.1 CASTELLUM	18
4.2 FABEGE	20
4.3 HUFVUDSTADEN	22
4.4 KUNGSLEDEN	24
4.5 WIHLBORGS	26
5. ANALYS	28
5.1 SAMMANFATTNING	28
5.2 FÖRÄNDRING AV VERKLIGT VÄRDE	28
5.3 FÖRKLARINGSVARIABLER	29
6. SLUTSATSER	33
6.1 SLUTDISKUSSION OCH EGNA REFLEKTIONER	33
6.2 FÖRSLAG PÅ FORTSATT FORSKNING	35
7. REFERENSER	36

BILAGOR

Bilaga 1 – Sammanställning av orealiserade upp- och nedskrivningar 2005-2009

Bilaga 2 – Orealiserade värdeförändringar i absoluta tal och i procentform

Bilaga 3 – Sammanställning av soliditet, vakansgrad, orealiserade upp- och nedskrivningar och aggregerad orealiserad värdeförändring

FIGURFÖRTECKNING

Figur 4.1 Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Castellum mellan åren 2005–2009	19
Figur 4.2 Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Fabege mellan åren 2005–2009	21
Figur 4.3 Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Hufvudstaden mellan åren 2005–2009	23
Figur 4.4 Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Kungsleden mellan åren 2005–2009	25
Figur 4.5 Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Wihlborgs mellan åren 2005–2009	27
Figur 5.1 Orealiserad värdeförändring av förvaltningsfastigheter i procent	28
Figur 5.2 Orealiserade nedskrivningar i förhållande till orealiserade uppskrivningar under perioden 2005–2009	29

FÖRKORTNINGAR

EU	Europeiska Unionen
FASB	Financial Accounting Standards Board
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
RR	Redovisningsrådets Rekommendation

DEFINITIONER

Nedan följer en lista med definitioner av begrepp som är relevanta för förståelsen av uppsatsen och som är viktiga att tydliggöra redan inledningsvis.

Avkastningskrav – Det genomsnittliga avkastningskrav på lånat och eget kapital som härleds från den finansiella marknaden (Nordlund 2008).

Direktavkastning – Förräntningsmått baserat på driftnettot i procent av fastighetens marknadsvärde (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2008).

Driftsnetto – Årligt överskott som står till förfogande för förräntning av totalt fastighetskapital sedan utbetalningar för drift och underhåll dragits från bruttobetalingarna (Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt, Fastighetsnomenklatur).

Förvaltningsfastigheter – ”Fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa snarare än för användning i produktion eller tillhandahållandet av varor eller tjänster, administrativa ändamål, eller försäljning.” (IAS 40, p 5)

IAS 40 Förvaltningsfastigheter – Internationell redovisningsstandard för förvaltningsfastigheter, antagen av EU kommissionen och som bland annat gör det möjligt att värdera förvaltningsfastigheter till verkligt värde (IAS 40).

RR 24 Förvaltningsfastigheter – Äldre standard som anger hur förvaltningsfastigheter skall behandlas i redovisningen. Rekommendationen skall tillämpas för räkenskapsår som påbörjas den 1 januari 2003 men ersattes av IAS 40 efter 2005 (RR 24).

Soliditet – Finansiellt mått som visar hur stor del av ett företags totala tillgångar som finansierats genom eget kapital (BAS nyckeltal 2006).

Vakansgrad – Outhyrd del i förhållande till uthyrbar del av en fastighet. Kan beräknas som förhållandet mellan outhyrd area och total area (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2008).

Verkligt värde – ”Det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlätas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.” (IAS 40, p 5)

1. INLEDNING

Detta inledande kapitel syftar till att ge läsaren kännedom om det valda ämnesområdet. Bakgrunden till uppsatsen förklaras därför, varpå studiens problemformuleringar presenteras. Vidare beskrivs syftet med studien, samt de avgränsningar som gjorts.

1.1 BAKGRUND

Sedan den tidiga redovisningen i 1300-talets italienska handelshus, har länder haft olika sätt att skydda och kontrollera tillgångar (Thomasson et al. 2006, s. 41). Hur dessa traditioner och redovisningsregler tagit sig uttryck har oftast kopplats till länders specifika kultur, med en uppdelning på kontinental och anglosaxisk redovisningstradition (Smith 2006, s. 67). Under de senaste åren har en ökad internationalisering av världshandeln och växande internationella kapitalmarknader drivit fram en utveckling där en harmonisering av redovisningsprinciper kommit att eftersträvas (Smith 2006, s. 71). De internationella kapitalmarknaderna efterfrågar ökad jämförbarhet mellan olika företags redovisningar för att på så sätt underlätta transaktioner, prissättning och granskning (Riahi-Belkaoui 2004, s. 18).

För att öka takten i arbetet med harmoniseringen av redovisningsstandarder har det bildats olika organisationer med uppgift att verka för ökad internationell harmonisering mellan länder (Smith 2006, s. 71). I USA återfinns (FASB) Financial Accounting Standards Board och i Europa (IASB) International Accounting Standards Board (ibid). Den händelse som har haft störst betydelse för harmoniseringen av den europeiska redovisningen är ett beslut från Europaparlamentet 2002 om en övergång till internationella redovisningsstandarder inom EU (ibid). Förordningen som reglerar den nya redovisningsstandarderna går under benämningen IAS-förordningen och skulle vara implementerad i noterade bolags koncernredovisningar senast 2005 och gälla i samtliga av EU:s medlemsländer (ibid). De rekommendationer som skulle användas var International Accounting Standards, därav förkortningen IAS och (IFRS) International Financial Reporting Standards (Näringslivets Skattedelegation 2003).

De svenska börsnoterade fastighetsbolagen påverkades genom en speciell del av IAS-förordningen kallad IAS 40 Förvaltningsfastigheter (IAS 40). Införandet av IAS 40 innebar att bolagen kunde välja att redovisa sina förvaltningsfastigheter till antingen det historiska anskaffningsvärdet, så som man tidigare gjort, eller till verkligt värde enligt IAS (ibid). Den tidigare standarden som reglerade fastigheters värde var Redovisningsrådets rekommendation 24 och dessa regler innebar att förvaltningsfastigheter endast fick redovisas till anskaffningsvärde (RR 24). Som en konsekvens av den finansiella krisen 2008 uppstod en rad praktiska problem gällande värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde och i kölvattnet av krisen började röster höjas runt om i världen, såväl för som emot den ökade fokuseringen på värdering till verkligt värde (Nordlund 2008; Laux & Leuz, 2009).

Den svenska fastighetsmarknaden gick inte obemärkt genom den internationella finanskrisen. Högre vakanser, en illikvid transaktionsmarknad och lägre fastighetspriser blev följden när bankerna, både internationella och svenska, ströp tillgången på krediter till såväl svenska som utländska investerare (Nachemson-Ekwall 2008). Denna situation hanterade bolagen på olika sätt. Hufvudstaden, ett av de större bolagen hade efter första halvåret 2009 exempelvis valt att skriva ned sina fastigheter med 13

procent sedan årsskiftet 2007/2008, medan andra bolag såsom Brinova vid samma tidpunkt inte valt att göra några nedskrivningar alls (Lindvall 2009).

Genom att koppla det tidigare resonemanget om redovisningsstandarder och verkligt värde till den finansiella kris som inträffade under 2008 och de konsekvenser den fick för världsekonomin, den svenska ekonomin och den svenska fastighetsmarknaden, får man en bakgrund till de problematiska situationer som kan uppstå när bolag värderar fastigheter till verkligt värde.

1.2 PROBLEMDISKUSSION

I och med övergången till den internationella redovisningsstandarden, ändrades reglerna för hur fastighetsbolag i Sverige får redovisa sina förvaltningsfastigheter (Brade & Ohlsson 2006). Som tidigare nämnts innebar IFRS och IAS 40 Förvaltningsfastigheter att de börsnoterade fastighetsbolagen fick välja mellan att använda sig av verkligt värde eller anskaffningsvärde för värdering av förvaltningsfastigheter (ibid). Nästan undantagslöst valde de att redovisa sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde och därmed visa förändringar i detta värde över resultaträkningen (ibid).

Bytet av redovisningsstandard innebar en stor fördel för många av fastighetsbolagen i och med att de kunde ta fram dolda värden som tidigare varit gömda i balansräkningarna (Jansson & Hurtig 2005). Ett exempel på detta är fastighetsbolaget Castellum som vid övergången till IFRS kunde redovisa en ökad soliditet från 33 procent till 41 procent vid utgången av 2004 (ibid). Det skedde genom att bolagets fastigheter nu värderades till verkligt värde. Effekten på resultatet blev också stor, i exemplet Castellum ökade resultatet efter skatt från 586 till 916 miljoner kronor (ibid).

I och med den finansiella krisen sattes begreppet verkligt värde plötsligt på sin spets, då många tillgångsslag förlorade i värde (von Koch 2008). För tillgångar utan handelsplatser, så som fastigheter slutade de aktiva marknaderna delvis att fungera (ibid). Detta gjorde att den så kallade ortsprismetoden, det vill säga att man jämför sina egna fastigheters värde med aktuella marknadstransaktioner, blev svår att tillämpa (Wilke 2008). Under den finansiella krisen flyttades istället fokus till fastigheternas avkastning, snarare än marknadens prissättning (ibid). Detta manifesterades genom att vissa fastighetsbolag bara gjorde nedskrivningar på enstaka procent under 2008 trots att det faktiska värdefallet enligt många var betydligt större än så (ibid). Stellan Lundström som är professor i företagsekonomi vid Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm menade att de börsnoterade kommersiella fastighetsbolagen borde skriva ned sina fastighetsvärden med mellan 10 och 15 procent vid årsskiftet 2009–2010 (Nachemson-Ekwall 2008). Detta eftersom den avstannade marknaden enligt Lundström just var ett symptom på lägre priser som bolagen inte beaktat (ibid).

Många av bolagen valde alltså att inte göra stora nedskrivningar av förvaltningsfastigheter då stora nedskrivningar skulle få allvarliga konsekvenser för bolag med låg soliditet (Zaudy 2009b). Nedskrivningar i dessa bolag skulle kunna tvinga fram tvångsförsäljningar när marknadsvärdet på fastigheterna närmar sig summan av de räntebärande lånen (ibid). Bland de högbelånade fastighetsbolagen återfinns bolag som Din Bostad och Balder, bolag som innan krisen hade belåningsgrader runt 80 procent och för dessa skulle nedskrivningar på 10-15 procent innebära att det egna kapitalet minskade till 5–10 procent (ibid). Samtidigt finns det andra fastighetsbolag som likt Hufvudstaden tagit stora nedskrivningar på 8 procent 2008 och på 6 procent 2009 (Lindvall & Isacson 2010). Detta trots att Hufvudstaden har högklassiga fastighetsbestånd i Stockholms och

Göteborgs innerstäder, områden som rent teoretiskt borde falla mindre i värde än mer perifera fastigheter i sämre skick (ibid). Hur ser den egentliga bilden ut, har nedskrivningarna varierat så mycket som det kan verka i media? Och hur mycket har bolagen egentligen skrivit ner sina fastighetsvärden till följd av den finansiella krisen?

1.3 PROBLEMFÖRMULERING

Det vi vill undersöka med denna uppsats är hur några av de större börsnoterade fastighetsbolagen har hanterat IAS 40 Förvaltningsfastigheter, före och under den finansiella krisen. Vi valde att konkretisera problemformuleringen till två frågor som vi genom den här uppsatsen försökt finna svaren på:

Hur har fastighetsbolagen hanterat värderingen av sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde, i enlighet med IAS 40 under perioden 2005–2009?

Finns det några skillnader i nivån på företagens orealiserade upp- och nedskrivningar under perioden och vad kan i så fall förklara dessa skillnader?

1.4 SYFTE

Syftet med denna studie är att undersöka hur värderingen av förvaltningsfastigheter till verkligt värde har påverkats i tider av osäkra marknadsförhållanden, i några av de största svenska fastighetsbolagen. Med ovanstående avses tiden för och storleken på de upp- och nedskrivningar som gjorts i de olika bolagen under och i anslutning till den finansiella krisen.

Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om det finns några skillnader mellan bolagen vad gäller tiden för och storleken på de nedskrivningar som gjorts samt undersöka vad skillnader kan bero på.

1.5 AVGRÄNSNINGAR

Vi har valt att studera fem svenska fastighetsbolag noterade på NASDAQ OMX – Stockholmsbörsen. Den typ av fastighetsbolag som vi valt, är bolag med i huvudsak kommersiella fastigheter som värderar sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde enligt IASB:s standard IAS 40 Förvaltningsfastigheter. Tanken med jämförelsen är att bolagen skall vara av liknande karaktär och vi har därför valt att titta på de större kommersiella fastighetsbolagen med ett börsvärde på minst 5 miljarder kronor. Anledningen till att vi inte väljer att granska fler än fem bolag är att många av bolagen utöver de vi valt är av olika karaktär med olika inriktningar och affärsidéer, samt att vi vill gå på djupet med vår granskning vilket blir svårt med ett för stort antal bolag. Att vi väljer just börsnoterade bolag beror på den stora mängd högkvalitativ offentlig information som finns tillgänglig. Exempel på sådan information är årsredovisningar, kvartalsrapporter men även artiklar i affärspress. Den period vi valt att studera är 2005–2009, det vill säga åren före och under den finansiella krisen och samtidigt åren efter det att IAS 40 infördes. För att undvika missvisande jämförelser har vi medvetet valt bolag som inte har gjort stora förvärv, avknoppningar eller sammanslagningar under perioden. De bolag som valts och som ingår i studien är; Castellum, Fabege, Hufvudstaden, Kungälv och Wihlborgs.

1.6 DISPOSITION

I nästföljande kapitel av denna uppsats, *kapitel två*, presenteras den teoretiska referensramen. Denna innehåller förutom den styrande redovisningsstandarden, de metoder och teorier som ligger till grund för analysen av det empiriska materialet. I *kapitel tre* beskrivs de vetenskapliga val som gjorts och som kommit att påverka utformningen av undersökningen. Studiens forskningsansats presenteras tillsammans med en redogörelse av de metoder som använts. I det *fyjärde kapitlet* presenteras den insamlade informationen avseende de fem undersökta företagen. Efter en kortare beskrivning av varje företag och dess finansiella ställning redogörs för hur värderingen gått till i respektive företag. Utfallet av företagets värderingar till verkligt värde presenteras i form av en sammanställning av samtliga orealiserade upp- och nedskrivningar av förvaltningsfastigheter under perioden. I *kapitel fem* analyseras den information som genererats i studien samt kopplar samman den med tidigare kapitel. Där beskrivs hur värdering till verkligt värde har hanterats av bolagen under perioden och skillnaderna mellan företagen presenteras. För att uppfylla syftet med studien undersöks tre möjliga förklaringsvariabler som kan förklara dessa skillnader. I *kapitel sex* sammanfattas resultaten och studiens två frågeställningar besvaras. Avslutningsvis lämnar författarna förslag till fortsatt forskning på området.

2. TEORETISK REFERENSRAM

I den teoretiska referensramen presenteras, förutom den styrande redovisningsstandarden, de metoder och teorier som ligger till grund för analysen av det empiriska materialet. Kapitlet inleds med en beskrivning av fastighetsmarknaden och hur denna har påverkats av finanskrisen. Regelverket som styr redovisningen presenteras tillsammans med de värderingsmetoder som är aktuella för studien. Avslutningsvis tittar vi närmare på ett antal faktorer som vi tror kan påverka företagens värderingar av förvaltningsfastigheter.

2.1 FASTIGHETER SOM MARKNADSOBJEKT

Som marknadsobjekt betraktade, är fastigheter relativt komplicerade (Persson 2005, s. 344). Det beror på att de besitter ett antal särdrag som skiljer dem från andra varor (ibid). Bland särdragen brukar det fasta läget nämnas, vilket innebär att omgivningarna får stor betydelse (ibid). Andra särskiljande drag är att fastigheter kräver stora kapitalinsatser som nästan undantagslöst är förknippade med lånefinansiering (ibid). Även marknadsinformationen skiljer, då denna ofta är ofullständig samt har en betydande tidsfördröjning (ibid). Bristerna i marknadsinformationen är av särskilt intresse för denna uppsats då detta komplicerar redovisningen av fastigheter och ger våra frågeställningar särskild tyngd. Innebörden av IAS 40 och värdering till verkligt värde är nämligen att företagen ska värdera sina fastigheter enligt marknaden, trots att informationen under perioder kan betraktas som bristfällig.

Prisbildningen på fastighetsmarknaden har många likheter med generell marknads- och pristeori, men även om likheterna är många så finns det ett antal viktiga särdrag (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2009, s. 129). Till att börja med så är utbudet på kort sikt relativt konstant, vilket beror på att det årliga tillskottet av fastigheter är ytterst marginellt i förhållande till det befintliga beståndet (ibid). Konsekvensen blir att små förändringar i efterfrågan därför får stort genomslag på prisbildningen (ibid). Ett annat viktigt särdrag är uppdelningen i delmarknader (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2009, s. 130). Beroende på vilken delmarknad som avses kan priserna variera kraftigt (ibid). Detta har att göra med det fasta läget, varför det är viktigt att definiera vilken delmarknad som avses för att förstå respektive prisbildningsprocess (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2009, s. 130). På de flesta delmarknader är omsättningen av fastigheter relativt låg och att hitta jämförbara överlåtelser är oftast svårast för kommersiella fastigheter (Lind & Persson 2005, s. 218; Svenskt Fastighetsindex 2007, s. 13). På makronivå följer fastighetsmarknadens priser ofta cykliska förlopp som återspeglar den ekonomiska utvecklingen i samhället (Lind & Persson 2005, s. 212). Priserna styrs ofta av räntenivåer och konjunktursvängningar och det finns tydliga samband med ekonomisk tillväxt, inflation och sysselsättning (Lind & Persson 2005, ss. 212-218).

2.2 FINANSKRISEN OCH DEN SVENSKA FASTIGHETSMARKNADEN

När det nya regelverket för redovisning på koncernnivå inom EU infördes i januari 2005, kännetecknades fastighetsmarknaden av goda förutsättningar, Sveriges ekonomi växte på bred front och den globala tillväxten var på historiskt höga nivåer (Konjunkturinstitutet 2005). En växande ekonomi innebar i sin tur ökad efterfrågan på såväl kontor som butiker. I Sverige steg investeringsvolymerna av fastigheter och för 2006 var Sverige den fjärde största

fastighetsmarknaden i Europa med transaktionsvolymen motsvarande 132 miljarder kronor (Jones Lang LaSalle 2007, s.3).

Under slutet av 2008 försämrades dock situationen för fastighetsbolagen. Sverige likväl som större delen av världen drabbades av den finansiella kris som startade i USA till följd av en alltför vårdslös kreditgivning (Eun & Resnick 2009, s. 279). Krisen som började märkas i USA under sommaren 2007, hade sitt ursprung i de låga räntor som sattes av den amerikanska centralbanken i början seklet efter att IT-sektorn kollapsat (ibid). På den privata bostadsmarknaden lockades husköpare med dålig återbetalningsförmåga av de låga räntorna och med fastigheter som säkerhet var de finansiella aktörerna villiga att sänka sina kreditstandarder (ibid). Lånen paketerades samtidigt om och såldes vidare. När ekonomin så småningom började kylas av fick husägarna allt svårare att betala sina lån och då det samtidigt var oklart vem som ägde de dåliga säkerheterna var krisen ett faktum (Eun & Resnick 2009, s. 280). I finanskrisens spår följde en världsomspännande konjunkturedgång. År 2009 blev det första året på över sextio år med negativ BNP utveckling i världen och i Sverige krympte BNP på helårsbasis med 4,9 procent, vilket är den största minskningen sedan andra världskriget (Castellum 2009; SCB 2010, s. 6).

På den svenska fastighetsmarknaden finns ett stort antal företag som äger förvaltningsfastigheter (Björklund & Nordlund 2005, s. 295). Det är allt från fastighetsförvaltande företag, försäkringsbolag och banker till privatpersoner och byggföretag (ibid). Ägare kan vara stat, landsting och kommun, men den dominerande ägarkategorin är den privata (ibid). Till skillnad från bolagen i denna studie är merparten av de privata ägarna mycket små och äger oftast bara ett fåtal fastigheter (ibid). På grund av lågkonjunkturen och turbulensen på den internationella kreditmarknaden minskade transaktionsvolymen för fastigheter i Sverige. För affärer över 100 miljoner kronor minskade omsättningen från 140 miljarder per år under 2006–2008 till cirka 30 miljarder kronor under 2009 (Newsec 2009, se Castellum 2009). Av denna transaktionsvolym stod de tre storstadsregionerna för 65 procent, varav Storstockholm stod för cirka 45 procent (Newsec 2009, se Castellum 2009). Följden av finanskrisen och en därmed betydligt inaktivare fastighetsmarknad gjorde läget allvarligare för fastighetsbolagen.

I dagspressen menade nu allt fler experter att fastighetsbolagen värderade sina tillgångar alltför högt. En uppfattning som även verkade delas av investerarna på börsen, där merparten av fastighetsbolagen handlades med substansrabatt (Zaudy 2009a). Åsikter om hur stora nedskrivningar som behövdes, eller om de behövdes alls, varierade dock beroende på vem som tillfrågades. En granskning som Veckans Affärer (2009) gjorde av Stockholmsbörsens fastighetsbolag, visade på ett generellt nedskrivningsbehov på motsvarande 15 procent. Ett så stort nedskrivningsbehov skulle givetvis ha fått stora konsekvenser och det var enligt analytikern och journalisten David Zaudy (2009b) de bolag med hög belåning som skulle ha drabbats värst. För dessa bolag kunde sådana nedskrivningar enligt Zaudy (2009b) ha inneburit att balansräkningarna krympt till nivåer som i värsta fall kunnat tvinga fram tvångsförsäljningar. Analytikern och journalisten Per Lindvall (2009) menade samtidigt att det tycktes finnas en tydlig korrelation mellan bolagens finansiella styrka och storleken på företagens nedskrivningar och att stora nedskrivningar därför på ett paradoxalt sätt skulle kunna vara ett sundhetstecken.

2.3 NYA SPELREGLER FÖR NOTERADE BOLAG INOM EU

I syfte att harmonisera redovisningen inom EU beslutade Europaparlamentet och Europeiska unionens råd i september 2002 att anta förordning (EG) nr 1606/2002 (Smith 2006, s. 71). Beslutet innebar att alla noterade bolag inom EU från och med 1 januari 2005 skulle upprätta sina koncernredovisningar i enlighet med de standarder som utfärdats av IASB och som antagits av kommissionen (ibid). Med en ökad harmonisering av den finansiella informationen önskade man skapa en högre grad av insyn som skulle underlätta jämförelser av företag (EG-kommissionens förordning (EG) nr 1606/2002).

Den organisation som efter Europaparlamentets beslut ansvarar för utformningen av det nya regelverket är *International Accounting Standards Board* (IASB). Organisationen bildades på tidigt 1970-tal som en privat normgivare under namnet *International Accounting Standards Committee*, men beslutade sig 2001 för att byta namn till IASB (Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002). Redovisning utgiven av IASB har sin grund i den anglosaxiska redovisningstraditionen som saknar koppling mellan redovisning och beskattning (Smith 2006, s. 70). Det innebär att utformningen av redovisningen i högre utsträckning utformas för att tillgodose marknadens krav (Smith 2006, ss. 69-70). Ett genomgripande drag vid utformningen av IASB:s regelverk har de senaste åren varit värdering till verkligt värde och det är denna utveckling som även satt sin prägel på redovisningen av förvaltningsfastigheter (Smith 2006, s. 81).

IAS 40 Förvaltningsfastigheter (p 30) medger att företagen själva får välja om de vill värdera sina fastigheter till verkligt värde eller till anskaffningsvärde. Vid tidpunkten för införandet av IAS 40 var det därför länge oklart vad de svenska fastighetsbolagen skulle välja (Jansson & Hurtig 2005). Efter att IAS 40 införts visade det sig dock snabbt att de flesta företagen valde redovisning till verkligt värde och effekten visade sig bli stor på såväl soliditet som resultat (ibid). Jonas Brade och Monica Olsson (2006) ansåg kort efter införandet av det nya regelverket att många fastighetsbolag lyckats väl, men insåg samtidigt att det fanns en hel del frågor kvar för bolagen att bearbeta. De båda revisorernas anmärkningar handlade främst om indelning av kostnader och redovisning av värdeförändringar på fastigheter (ibid).

2.4 REDOVISNINGENS SYFTE

Den externa redovisningens syfte är att förmedla information om ett företags ekonomi till olika användare (Smith 2006, s. 17). Bland användarna återfinns ägare, investerare, långgivare, kunder, konkurrenter, anställda samt stat och kommun (ibid). Eftersom investerare tillför riskkapital till företag så är det enligt IASB:s föreställningsram dessa som utgör den främsta målgruppen för redovisningen. IASB menar nämligen att information som är av intresse för investerare troligen till största delen även är av intresse för övriga användare (IASB föreställningsram, p 10).

De finansiella rapporterna ska enligt IASB:s föreställningsram förutom balans- och resultaträkningar även innehålla noter, upplysningar och kompletterande tabeller (ibid). Dessa kan innehålla relevanta tilläggsupplysningar om poster i balans- och resultaträkningarna men även upplysningar om risker och osäkerhetsfaktorer (ibid). Enligt föreställningsramen kan kompletterande information även lämnas gällande olika segment i form av geografiska områden och affärsområden men även effekter av diverse prisförändringar (IASB föreställningsram, p 21).

2.5 FINANSIELLA RAPPORTERS KVALITATIVA EGENSKAPER

IASB anger i *föreställningsramen för utformning av finansiella rapporter* ett antal kvalitativa egenskaper för redovisningen. De fyra viktigaste är enligt IASB:s föreställningsram (p 24); *relevans, begriplighet, tillförlitlighet och jämförbarhet*. I praktiken måste ofta en avvägning göras mellan olika kvalitativa egenskaper och för att uppfylla syftet med de finansiella rapporterna, måste målet därför vara att uppnå en lämplig balans mellan dessa (IASB föreställningsram, p 45). Vilket enligt föreställningsramen uppnås genom professionell bedömning (ibid). I och med övergången till det nya regelverket har relevans fått en ökad betydelse, vilket främst har skett på bekostnad av att försiktighetsprincipen fått minskad betydelse (Artsberg 2005). Det är något som återspeglas i IAS 40 i och med tillåtandet av värdering till verkligt värde.

2.6 VÄRDERING AV FÖRVALTNINGSFASTIGHETER ENLIGT IAS 40

Syftet med IAS 40 är att beskriva hur förvaltningsfastigheter ska behandlas i redovisningen samt ange vilka upplysningar som krävs (IAS 40, p 1). Standarden ska tillämpas vid "redovisning och värdering av samt upplysningar om förvaltningsfastigheter" (IAS 40, p 2). Förvaltningsfastigheter definieras som fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring, alternativt en kombination av dessa (IAS 40, p 5).

Speciellt för förvaltningsfastigheter är att de ger upphov till kassaflöden som i stort sett är oberoende av andra tillgångar som ett företag äger (IAS 40, p 7). Detta är något som skiljer förvaltningsfastigheter från rörelsefastigheter vilka är fastigheter som innehas för produktion, administration eller för tillhandahållande av diverse varor eller tjänster (IAS 40, p 5). En viktig punkt i IAS 40 är att företagen själva får välja hur man vill redovisa sina förvaltningsfastigheter, det vill säga antingen till verkligt värde, eller till anskaffningsvärde (IAS 40, p 30). Den redovisningsprincip som väljs skall dock gälla för samtliga fastigheter (ibid). Som tidigare konstaterats har nästan samtliga svenska fastighetsbolag som berörts av standarden valt redovisning till verkligt värde.

IAS 40 anger ett stort antal upplysningar som företagen ska lämna. Däribland vilka metoder som har använts och vilka betydande antaganden som gjorts vid fastställandet av verkliga värden (IAS 40, p 70). Dessutom förordas ett uttalande om till vilken grad värderingen stöds av faktiska transaktioner på marknaden (IAS 40, p 70). För de företag som tillämpar värdering till verkligt värde krävs även en avstämning mellan förvaltningsfastigheternas redovisade värden vid periodens början och slut (IAS 40, p 76). Däribland skall ökningar som är en följd av förvärv särskiljas från ökningar som är en följd av tillkommande utgifter. Något som underlättar vår analys är att även nettoresultatet från justeringarna av det verkliga värdet tydligt skall framgå (ibid).

2.7 VERKLIGT VÄRDE

Företag får som tidigare konstaterats själva välja att redovisa sina förvaltningsfastigheter till antingen anskaffningsvärde eller verkligt värde (IAS 40, p 30). Med verkligt värde avses (IAS 40, p 5);

”det belopp till vilken en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.”

Väljer man redovisning till verkligt värde gäller redovisningsprincipen för samtliga förvaltningsfastigheter, förutom för några i standarden angivna undantag (IAS 40, p 33). Har ett företag tidigare värderat en förvaltningsfastighet till verkligt värde, ska det fortsätta att göra så tills dess att avyttring eller utrangering sker, även om jämförbara transaktioner blir mindre vanliga (IAS 40, p 55). Standarden uppmuntrar, men tvingar inte, företag att basera förvaltningsfastigheternas verkliga värden på värderingar gjorda av oberoende värderingsmän med erkända kvalifikationer och kunskaper (IAS 40, p 32).

Det finns enligt Jan Marton (2008) i huvudsak två skäl till varför verkligt värde används i redovisningen. Det ena skälet är att verkligt värde anger mer relevant information än anskaffningsvärde, det andra är för att tillfredsställa krav på försiktighet. Att förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde har enligt Marton (2008) en tydlig koppling till relevans. En viktig sak att påpeka vid värdering till verkligt värde är att värdeförändringen skall avspeglas i resultaträkningen redan innan tillgången är såld, vilket således innebär att realisationsprincipen frångås (Smith 2006, s. 81).

2.8 VÄRDERINGSHIERARKI

Det bästa uttrycket för verkligt värde erhålls enligt IAS 40 (p 45) från aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter med avseende på läge, skick och hyresavtal. Enligt Dag Smith (2006, s. 189) är det dock sällan en sådan ideal situation föreligger. IAS 40 (p 46) anger för dessa fall ett antal alternativa metoder för att bestämma det verkliga värdet. Det innefattar att företag ska beakta uppgifter av skilda slag inklusive följande (ibid):

”a. aktuella priser på en aktiv marknad för fastigheter av annat slag, i annat skick och med annat läge (eller som omfattas av avvikande hyresavtal eller andra avtal), vilka justerats med hänsyn till dessa skillnader (ibid).”

”b. senaste priser för liknande fastigheter på mindre aktiva marknader efter det att justeringar gjorts för att beakta eventuella förändringar i ekonomiska förutsättningar, som skett sedan de senaste transaktionerna (ibid).”

”c. nuvärdet av uppskattade framtida betalningsströmmar. Sådana uppskattningar baseras på villkoren i befintliga hyresavtal och andra avtal och (om möjligt) på externa faktorer såsom aktuella marknadshyror för liknande fastigheter med samma läge och i samma skick. Som diskonteringsfaktorer används en räntesats som återspeglar marknadens bedömning av osäkerheten i storleken på, och tidpunkten för, framtida betalningar (ibid).”

Innebörden av ovanstående är att värderingen först och främst skall göras enligt en så kallad *ortsprismetod*. I brist på jämförbara objekt medges dock i enlighet med punkt a och b ovan, justeringar utifrån liknande fastigheter och priser från mindre aktiva marknader. Om detta inte är möjligt förespråkas enligt punkt c en *avkastningsbaserad metod*. Nästa avsnitt ger en mer utförlig beskrivning av dessa båda värderingsmetoder.

2.9 VÄRDERINGSMETODER

Den prisbildningsprocess som gäller för fastigheter har som tidigare konstaterats sin teoretiska grund i mikroekonomisk teori och är beroende av marknadens karaktär samt utbud och efterfrågan (Persson 2005, s. 347). Vid värdering av fastigheter är det inte det fysiska objektet som sådant som är under lupp utan snarare de rättigheter och möjligheter som är förknippade med värderingsobjektet (Persson, 2005, s. 361). Den första frågan vid en fastighetsvärdering är vilken grunddata som behövs (ibid). Det är i sin tur beroende av vilket värdebegrepp som söks samt vilken värderingsmetod som kommer att nyttjas (ibid). Det värdebegrepp som söks i IAS 40 är som tidigare konstaterats det verkliga värdet, vilket i det här fallet är det samma som ett marknadsvärde. När metod för fastighetsvärdering skall väljas bör därför hänsyn tas till marknadsinformationens art och omfattning (Svenskt Fastighetsindex 2007). Om marknadsinformationen är god kan värderingen med fördel ske genom direkta ortsprismetoder vilka förespråkas i standarden (ibid). På de flesta delmarknader är omsättningen dock relativt låg och villkoren kan variera stort (ibid). I dessa fall blir värdering enligt ortsprismetoden därför inte möjlig.

Enligt Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2006) visar olika värderingsmetoder ofta olika resultat, trots att värderingen gjorts av samma objekt. En befogad fråga blir därför vilken metod som

är att föredra. Enligt IAS 40 är svaret en ortsprismetod i de fall som detta medges, men på frågan finns inget enkelt svar. En del i vår analys blir därför att om möjligt urskilja de konsekvenser olika värderingsmetoder har haft på värderingen. För att tydliggöra innebörden av respektive metod, följer nedan beskrivningar av de värderingsmetoder som varit aktuella i de studerade bolagen.

2.9.1 Ortsprismetoden

Ortsprismetoden innebär att marknadsvärdet på fastigheter bedöms utifrån betalda priser för liknande fastigheter på en fri och öppen marknad inom respektive delmarknad (Svenskt Fastighetsindex 2007). Metodens kvalitet är beroende av de marknadsdata som finns tillgänglig. För att göra analyser relateras de betalda priserna till värdepåverkande faktorer såsom fastigheternas driftsnetto, hyror, uthyrbar areal, markareal eller byggrätt (ibid). För kommersiella fastigheter är det vanligt att relatera betalda priser till driftsnettot. Metoden benämns då *nettokapitaliseringsmetod* eller *direktavkastningskalkyl* (ibid). Denna variant av ortsprismetoden bedöms enligt Persson (2005, s. 377) vara den globalt sett mest använda för marknadsvärdering av kommersiella fastigheter. Persson (2005, s. 377) identifierar dock flera problem med metoden vilka främst grundar sig i alltför schematiska schabloniseringar av ingångsdata i modellerna samt en ofta dålig marknadsmässig förankring av direktavkastningen.

Det främsta problemet förknippat med ortsprismetoden i stort är enligt Persson (2005, s. 366) att antalet liknande köp ofta är begränsade, men även jämförbarheten och tidsfaktorn spelar in. Detta kan enligt Persson (2005, s. 366) leda till en konflikt, där stränga jämförelsekrav leder till analyser med få köp medan små jämförelsekrav ger fler köp men med sämre jämförbarhet. En viktig frågeställning blir därför vad som är att föredra för respektive situation.

2.9.2 Avkastningsbaserade metoder

Den andra kategori värderingsmetoder som är aktuell i vår studie är de baserade på fastigheternas avkastning. Dessa metoder är enligt Persson (2005, s. 385) vanligt förekommande och representeras i studien av *kassaflödesanalyser*. Behovet uppstår främst vid bedömningar då relevanta jämförelseobjekt saknas (ibid). Själva grundidén med de avkastningsbaserade metoderna är att framtida nyttor förknippade med fastigheterna diskonteras till en aktuell värderingstidpunkt med ett visst kalkylräntekrav (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2008, s. 53). En konsekvens vid användandet av avkastningsmetoder är enligt Persson (2005, s. 384) att små differenser vad gäller beräknade intäkter och kostnader ofta kan få mycket stora effekter i modellerna.

Kassaflödesanalyser är som konstaterats ovan en variant av avkastningsmetoden. Det som särskiljer kassaflödesanalysen från övriga diskonteringsmetoder är att denna baseras på löpande betalningsströmmar, vilket enligt Persson (2005, s. 288) medför att verkliga förhållanden avspeglas bättre. Värt att notera är det som ofta uppges vara en kassaflödesmetod, många gånger i praktiken egentligen är en variant av ortsprismetoden (Nordlund 2009). Det beror enligt Nordlund (2009) på två saker, dels hur man har bedömt kassaflödena och dels hur man har löst ut marknadens avkastningskrav. Har avkastningskravet lösts ut genom att ställa det marknadsmässiga driftsnettot i relation till betalda priser på marknaden så är värderingsmetoden i själva verket en variant av ortsprismetoden och således inte en avkastningsbaserad metod (ibid).

2.10 BETYDELSEN AV VEM SOM GÖR VÄRDERINGEN

Oavsett vilken värderingsmetod som används kan värderingen av förvaltningsfastigheter göras antingen internt i företagen, eller externt av oberoende värderingsmän. IAS 40 (p 32) uppmuntrar, men tvingar inte, företag att basera förvaltningsfastigheternas verkliga värden på värderingar gjorda av oberoende värderingsmän med erkända kvalifikationer och kunskaper.

En fråga som uppkommer är huruvida det har betydelse för värderingen om den gjorts internt eller externt och går det att lita på att de externa värderingarna som gjorts är helt oberoende som det påstås? I en artikel i Svenska Dagbladet är journalisten Per Lindvall (2008) mycket kritisk till de externa fastighetsvärderarnas trovärdighet, vilka som han uttrycker det, har kommit långt efter "ratinginstituten" i trovärdighet. Om så är fallet skulle redovisningsstandardens förespråkande för oberoende värderingsmän vara obetydligt för redovisningens kvalitet.

2.11 FINANSIELL STYRKA

Som mått på finansiell styrka har vi i studien valt att använda företagets soliditetsmått. Soliditet är ett etablerat mått som visar hur stor del av företagets totala tillgångar som finansieras med eget kapital (BAS nyckeltal 2006, s. 104). Eftersom förluster avräknas mot det egna kapitalet mäter soliditetsmättet ett företags förmåga att motstå förluster (ibid). Nyckeltalet är därmed starkt relaterat till företags långsiktiga lönsamhet och tillväxt (ibid). Soliditeten påverkas förutom av det genererade resultatet även av andra faktorer såsom utdelningar till företagets ägare samt nyemissioner (ibid).

Soliditetsmättet är centralt i vår studie med anledning av att de värderingar som görs till verkligt värde redovisas direkt i resultaträkningen redan innan tillgången är såld (Smith 2006, s. 81). Såväl resultat som soliditet påverkas därmed av de värderingar som görs enligt IAS 40. Detta innebär att det borde finnas incitament för företag att inte göra stora nedskrivningar, särskilt inte om soliditeten redan anses ligga på en låg nivå.

3. METOD

Detta kapitel syftar till att beskriva de vetenskapliga val som gjorts och som kommit att påverka utformningen undersökningen. Studiens forskningsansats presenteras tillsammans med en redogörelse av de metoder som använts. Avslutningsvis redogörs för undersökningens validitet och eventuella brister.

3.1 PERSPEKTIV

Forskning kan inta olika vetenskapliga förhållningssätt (Patel & Davidsson 2003, s. 26). En av de grundläggande frågorna man som forskare måste ställa sig, är om forskningen skall bedrivas utefter ett positivistiskt eller hermeneutiskt förhållningssätt (ibid). En positivistisk vetenskapssyn kännetecknas av att forskaren har ett förutsättningslöst förhållningssätt till ämnet och att forskaren studerar delarna snarare än helheten (ibid). Positivistisk vetenskapligt tänkande förknippas ofta med naturvetenskapen och dess fokus på förståelse av olika företeelser i naturen (ibid).

En hermeneutisk forskningsansats innebär istället att man försöker förstå och tolka mänskliga handlingar och beteende, vilket kan kopplas till ett mer samhällsvetenskapligt sätt att forska (Patel & Davidsson 2003, ss. 28-29). Den forskare som har en hermeneutisk ansats antas inta en subjektiv forskarroll som samtidigt är öppen och engagerad (ibid). Viktigt för den hermeneutiska ansatsen är också den hermeneutiska spiralen som innebär att forskningsproblem förklaras genom att forskaren pendlar mellan förförståelse och förståelse (ibid).

Eftersom denna uppsats behandlar fastighetsvärdering och implementering av redovisningsstandarder innebär det att vi kommer att använda oss av en hermeneutisk forskningsansats. Anledningen till detta är framförallt att vi redan när vi började skriva uppsatsen och valde ämnet trodde att det skulle kunna finnas ett problem med standarden och att en uppsats som behandlade ämnet skulle vara intressant. Arbetet har enligt hermeneutisk forskningsmetod pendlat mellan förståelse och förförståelse vilket vi tror är en viktig förutsättning för att skapa en informationsrik och intressant uppsats.

3.2 FORSKNINGSSTRATEGI OCH VETENSKAPLIG ANSATS

Inom samhällsvetenskapen brukar man skilja mellan två olika typer av metodiska angreppssätt, *kvalitativa* och *kvantitativa* metoder (Holme & Solvang 1997, s. 13). Det som är avgörande för vilken typ av forskningsmetod som väljs är hur undersökningsproblemet är formulerat (Patel & Davidson 2003, s. 15). Då vår studie syftar till att tolka och förstå de underliggande mönstren bakom de börsnoterade fastighetsbolagens värderingar av förvaltningsfastigheter, har vi valt att *utgå från en kvantitativ forskningsansats*, men samtidigt valt att förstärka studien med *kvalitativa inslag*.

Eftersom de studerade bolagens finansiella rapporter innehåller en mängd data som varit viktiga för analysen har den kvantitativa forskningens utgjort det viktigaste inslaget i studien. Valet av metodiskt angreppssätt beror enligt Runa Patel och Bo Davidson (2003, s. 14) på hur man väljer att generera, bearbeta och analysera den information man har samlat in.

Den kvalitativa forskningen fokuserar på "mjuka" data i form av intervjuer och tolkande analyser och bidrar med en djupare förståelse av det studerade problemet samt ökar metodens styrka genom att visa en helhetsbild. (Holme & Solvang 1997, ss. 14-79). De börsnoterade fastighetsbolagen är i vår mening alltför komplexa i sin natur (inte minst på grund av skillnader i geografisk lokalisering, typ av fastigheter och kundsegment) för att vi ska kunna dra några slutsatser baserade på enbart data och kvantitativ analys. Det är därför vår uppfattning att såväl generering, bearbetning och analys av informationen i vår studie får en högre relevans genom att styrka den kvantitativa forskningen med kvalitativa inslag.

Ett av de centrala problemen inom vetenskaplig forskning är hur man väljer att relatera teori och empiri (Patel & Davidson 2003, s. 23). Det vanligaste är att arbeta efter en *deduktiv* alternativt en *induktiv* forskningsansats (ibid). En deduktiv ansats är vanligast inom naturvetenskapen och kan sägas följa *bevisandets väg* medan en induktiv ansats kan sägas följa *upptäckandets väg* och är ett vanligt humanistiskt sätt att forska (Patel & Davidson 2003, s. 23-24). En induktiv ansats tillåter forskaren att studera forskningsobjektet utan att först ha förankrat undersökningen i en tidigare vedertagen teori, vilket innebär att man kan arbeta helt förutsättningslöst (Patel & Davidson 2003, s. 24). Det induktiva arbetssättet hindrar dock inte forskaren från att ha egna idéer och föreställningar, vilket ofrånkomligt kommer att färga de teorier som produceras (ibid). Denna studie följer en *induktiv* forskningsansats då vi, utan grund i tidigare teori, vill ge en så nyanserad bild av fastighetsbolagens värderingar av sina förvaltningsfastigheter som möjligt. Då vår målsättning i grunden var att få en bild av hur fastighetsbolagens värderingar har påverkats av den finansiella krisen, såg vi det som en fördel att inte på förhand styras av specifika teorier eller hypoteser. Genom den induktiva forskningen har vi istället fått möjlighet att fokusera vår analys på de delar som vi under processens gång funnit anledning att studera närmare.

3.3 METOD FÖR DATAINSAMLING

3.3.1 PRIMÄRDATA

Primärdata är data som tagits fram av undersökaren själv, alternativt information som kan härledas på ett konkret sätt av undersökaren till en grundkälla genom dennes egna observationer (Holme & Solvang 1997, s. 133). Exempel på en källa som kan vara primärdata är intervjuer med ansvariga personer eller tillgång till originaldokument (ibid). Primärdata i det här fallet blir faktiska förhållanden och beslutsunderlag för värdet på fastighetsbeståndet och de värderingar som bolaget själva gjort eller som i vissa fall gjorts av oberoende konsulter.

3.3.2 SEKUNDÄRDATA

Sekundärdata är andrahandsinformation eller återberättande information som kommer till som en konsekvens av en primärkälla (Holme & Solvang 1997, s. 136). En sekundärkälla kan aldrig ensam utgöra en grund för en slutsats utan kan endast tolkas i ett större sammanhang tillsammans med andra sekundärkällor som hämtar sin information från trovärdiga primärkällor (ibid).

3.3.3 VAL AV INSAMLINGSMETOD

Uppsatsen har uteslutande använt sig av sekundärdata eftersom mer eller mindre alla de observationer som gjorts och slutsatser som dragits grundar sig i bolagens egna årsredovisningar, alternativt från rapporter eller artiklar författade med bolagens årsredovisning som grund. Att använda primärdata för detta ändamål hade varit mycket svårt eftersom det i så fall hade innefattat företagets egen bokförning och interna rutiner för ekonomistyrning och redovisning, vilket av uppenbara skäl är mycket svårt att erhålla externt. Ett andra alternativ hade varit att göra intervjuer med ansvariga personer i respektive företag, men det är vår bedömning att risken då varit stor att objektiviteten i undersökningen gått förlorad.

Eftersom det bakomliggande materialet för hur bolagen upprättat sin redovisning är svårt, alternativt omöjligt att skaffa fram och även troligen skulle varierat betänkligt mellan bolagen framstod det mest trovärdiga sättet att undersöka fenomenet på vara att använda företagets egna årsredovisningar som grund för undersökningen. Informationen sammanställdes sedan i olika typer tabeller och grafer och jämfördes sedan mot de förklaringsvariabler som identifierats.

Det som är viktigast vid bedömningen av en källa är bedömningen av dess lämplighet och där spelar källans trovärdighet en viktig roll (Holme & Solvang 1997, s. 135). Vi har utgått från att bolagens årsredovisningar har en hög trovärdighet och att dessa därför är lämplig att använda som källa, då vi i kommer att hämta information från ett stort antal årsredovisningar under en längre tidsperiod.

3.4 UNDERSÖKNINGSDESIGN OCH TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Den första delen av studien bestod av ett aktivt urval av fem börsnoterade fastighetsbolag. Grundkriterierna var att bolagen skulle värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde enligt IAS 40 samt ha ett börsvärde på minst 5 miljarder. Nästa krav var att i möjligaste mån undvika bolag som gjort förvärv eller avknoppningar under perioden. Efter att ha gjort urvalet började undersökningen med att gå igenom varje bolag empiriskt. Empiri inledes med en introduktion av varje bolag med fokus på bolagets verksamhet, fastighetsbestånd, storlek och geografisk inriktning. Vid detta skede arbetade vi förutsättningslöst mot vårt syfte att undersöka hur fastighetsbolagen hade hanterat värdering av förvaltningsfastigheter före och under den finansiella krisen. För att finna förklaringar till dessa skillnader, vad gäller företagets värderingar, erhöll vi från den teoretiska referensramen och den massmediala debatten, ett antal möjliga förklaringsvariabler. Dessa ställdes upp i empirin och delades in i två kategorier, dels en med avseende på finansiell ställning och dels en kategori som beskrev företagets värderingar i detalj. Den sista delen av empirin bestod därefter av att sammanställa själva grunden i undersökningen, det vill säga respektive företags värderingar till verkligt värde för perioden. För att motverka påverkan från förvärv och försäljningar och istället rikta fokus mot själva värderingen, valde vi att koncentrera studien till företagets orealiserade värdeförändringar för varje period.

Det material som erhållits för analys är vid detta skede först och främst ett facit av bolagens orealiserade värdeförändringar under perioden. Genom att sammanställa denna information kunde vi svara på studiens första frågeställning. Nästa steg blev att undersöka skillnaderna i företagets värderingar, samt finna förklaringar till dessa skillnader. Till vårt förfogande hade vi från empirin fått generell information om varje bolag, siffror över finansiell ställning samt beskrivningar av respektive bolags värderingsförfarande. Genom att göra jämförelser bolagen emellan med avseende på dessa

faktorer och sedan stämma av med de faktiska värderingar som gjorts, kunde vi därefter analysera och finna möjliga förklaringar till de skillnader som vi identifierat.

3.5 VAL AV ANALYSMETOD

Som nämnts tidigare har vi valt att använda oss av en kvantitativ forskningsansats förstärkt med kvalitativa inslag. Det har inneburit att siffrorna fått en central roll i empiri och analys, samtidig innehåller uppsatsen stora stycken med information som är framtagna med hjälp av kvalitativ information, det gäller bland annat beskrivningen av de olika värderingsmetoderna och andra förklaringsvariabler. Anledningen till att denna utformning valdes beror till stor del på att årsredovisningar i sig själva innehåller både kvalitativa och kvantitativa aspekter som tillsammans ger rapporten relevans.

Eftersom uppsatsen bitvis använder sig av kvantitativ information är det viktigt att veta vilka tekniker för urval som använts (Holme & Solvang 1997, s. 157). Det största problemet med kvantitativ information är själva sammanställningen och bearbetningen till statistiska enheter eftersom man som forskare då riskerar att färgas av den egna verklighetsuppfattningen (ibid). Ett av de vanligaste felen är att man tolkar in mer i den insamlade informationen än vad det finns grund för. Detta är en av anledningarna till att kvantitativa undersökningar inte behöver vara mer tillförliga än andra typer av undersökningar bara för att dem använder sig av siffror och statistik (ibid).

Kvantifiering innebär att man i största möjliga mån försöker räkna och ange siffror på för de olika parametrar som undersöks (Ejvegård 2009, s. 38). Vi hoppas att kombinationen av kvantitativ och kvalitativ information kan hjälpa oss att undvika att uppsatsen färgas av egna antaganden och reflektioner. Uppsatsen är dessutom försiktig med att dra generella slutsatser av det insamlade och sammanställda materialet. De avvikelser som ligger till grund för antaganden har observerats ytterst noga. Dessutom finns eventuella svagheter i undersökningen angivna sist i detta kapitel.

3.6 DISPOSITION AV ANALYS

I vissa delar av analysen används grafisk beskrivning av materialet för att illustrera förändringar, till exempel i fallet med orealiserade värdeförändringar som är det mått som visar företagets nedskrivningar. Stapeldiagram och linjediagram har varit några av de mer frekvent förekommande sätten överblicka resultat av forskningen. Staplarna uttrycker frekvensen och ger snabbt en uppfattning av hur enheter fördelar sig på de aktuella värdena (Holme & Solvang 1997, s. 141).

Själva analysdelen är uppdelad i ett antal rubriker där ett antal bestämda variabler går igenom. Dessa variabler är kopplade till empirin och till förmågan att lösa problemformuleringen. Avsnittet inleds med en *sammanfattning* där vi i kort går igenom vad som hänt under perioden. Sammanfattningen följs sedan av rubriken *förändring av verkligt värde*, under vilken vi analyserar värderingen till verkligt värde i respektive bolag. Efter att ha identifierat skillnader bolagen emellan övergår analysen till att granska ett antal möjliga förklaringsvariabler som skulle kunna förklara dessa skillnader. Dessa består av; *företagens soliditetsmått*, olika *värderingsmodeller* samt huruvida värderingen har gjorts *internt i företaget eller externt av oberoende värderingsmän*. Analysen avslutas med att beröra ytterligare faktorer som kan ha påverkat företagets värderingar.

3.7 VALIDITET OCH RELIABILITET

För att säkerställa kvaliteten i uppsatsen har vi som författare eftersträvat hög reliabilitet och validitet. För uppsatsens kvalitativa delar är validiteten extra viktig då den genomsyrar hela forskningsprocessen och innefattar hur man förmår tillämpa och använda sin förståelse (Patel & Davidson 2003, s. 103). Ett problem vid säkerställandet av en hög validitet är att varje kvalitativ studie i någon mening är unik (Patel & Davidson 2003, s. 106). Det får till följd att det är svårt att sätta upp entydiga regler, kriterier och procedurer för att säkerställa en god validitet (ibid). Det blir därför viktigt att noga beskriva hela forskningsprocessen och vår ambition har därför varit att beskriva forskningsprocessen på ett sådant sätt att motiven till de val som gjorts under uppsatsens gång väl kan förstås av en utomstående läsare (ibid).

Det underlag som ligger till grund för vår tolkning har hämtats från företagens årsredovisningar, relevant teori samt gällande regelverkverk. Validiteten för regelverket bör inte kunna ifrågasättas då detta utgör det aktuella ramverket vid värderingen av förvaltningsfastigheter. Övrig teori syftar främst till att beskriva fastighetsmarknaden, värderingsmetoder och prisbildningsprocesser och har hämtats från trovärdiga källor, främst i form av publikationer från fackmän på området. Den information som erhållits från dagspress har endast tjänat som uppslag för riktningen i vår analys.

Validitet för insamlad data hänförs till hur väl underlaget överensstämmer med verkligheten och om sammanställaren kan göra en trovärdig tolkning (Patel & Davidson 2003, s. 103). Då den viktigaste beståndsdel i analysen utgjorts av respektive företags årsredovisningar måste man ha i åtanke att det ligger i företagets eget intresse att framhäva den egna verksamhet på ett så fördelaktigt sätt som möjligt. Det är därför viktigt att ta företagets egna bedömningar med en "ny salt". Ett annat problem med att använda årsredovisningar är att information presenteras och återges på skiftande sätt och i olika omfattning. Det gäller dock främst underlaget till de värderingar som gjorts. På grund av dessa skillnader, samt att företagen har använt sig av olika värderingsmetoder, har vi istället valt att granska de siffror som blivit resultaten av respektive företags värderingar. Reliabiliteten i dessa siffror antas vara hög då dessa är granskade av revisorer. Det innebär att vi genom att använda oss av dem i vår undersökning kan nå en hög reliabilitet och att eventuella fel i resultat och slutsats med största sannolikhet kan hänföras till brister i validiteten.

Validiteten kan delas upp i intern och extern validitet. Intern validitet är det som verkligen undersökts i studien, medan extern validitet är den validitet som behandlar generaliseringar i de resultat som uppkommit till en följd av studien (Jacobsen 2002, ss. 256-266). Eventuella brister i den interna validiteten kan vara att för få parametrar undersökts eller att undersökningen av bolagen i sig varit felaktigt konstruerad och inte mätt de problemformuleringar vi vill ha svar på. Brister i den externa validiteten härrör främst från att vi som observatörer dragit slutsatser av materialet som vi egentligen inte kan underbygga i undersökningen. Viss kritik kan riktas mot att vi i studien har använt ett litet antal parametrar för vår analys. Det är dock vår bedömning att dessa parametrar fått en större relevans på grund av att urvalet endast bestått av fem bolag och att flera parametrar därför hade försvårat jämförelsen och gjort den mindre tydlig. Vi har även i vår analys beaktat ett flertal parametrar för att komplettera den huvudsakliga analysen. På grund av urvalets storlek har vi inte dragit några generaliserade slutsatser av de analyser som gjorts. De "slutsatser" vi dragit av generaliserande karaktär ämnar endast tjäna som vägledning för vidare forskning.

4. EMPIRI

I detta kapitel presenteras den insamlade informationen avseende de fem undersökta företagen. Efter en kortare beskrivning av varje företag och dess finansiella ställning redogörs för hur värderingen gått till i respektive företag. Avslutningsvis presenteras utfallet av företagens värderingar till verkligt värde i form av en sammanställning av samtliga orealiserade upp- och nedskrivningar av förvaltningsfastigheter under perioden.

4.1 CASTELLUM

4.1.1 Introduktion

Castellum är ett av de större fastighetsbolagen på NASDAQ OMX Stockholmsbörsen, men verksamheten bedrivs i en småskalig organisation. Organisationen består av sex helägda dotterbolag fördelade på fem regioner; Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm, Mälardalen och Östra Götaland. Fastighetsbeståndet är renodlat till kommersiella fastigheter med lokaler för kontors-, butiks-, lager-, industri, och logistikändamål.

Den uttalade affärsidén i bolaget är att utveckla och förädla fastighetsbeståndet genom en tydlig närvaro i de fem ovan nämnda regionerna. En hög närvaro ska skapa goda affärsmöjligheter och genom generella och flexibla lokaler vill man erbjuda lokaler som är anpassade efter hyresgästernas behov.

Castellums fastighetsbestånd bestod per den 31 december 2009 av totalt 95 fastigheter med ett marknadsvärde på 29,3 miljarder kronor.

4.1.2 Finansiell ställning

Soliditet

Castellum saknar uttalade mål för soliditeten. På balansdagen för 2009 uppvisade man en soliditet på 33 procent. För 2005, den första balansdagen efter införandet av IFRS var soliditeten 42 procent.

Vakansgrad

För 2009 hade Castellum en vakansgrad på 10,2 procent, vilket var en minskning med 0,1 procentenheter från 2007, då vakansgraden låg på 10,3 procent. Jämfört med 2005, då vakansgraden låg på 12,9 procent var det en ännu större minskning.

4.1.3 Värdering av fastigheter

Intern/extern värdering

Värdering av Castellums fastigheter sker genom *intern* värdering. För att säkerställa denna värdering görs externa kontrollvärderingar på delar av beståndet. För 2009 motsvarade den externa värderingen 129 fastigheter, vilket värdemässigt motsvarade 51 procent av beståndet. Urvalet utgick från de värdemässigt största fastigheterna, samtidigt som hänsyn togs till att spegla portföljens totala sammansättning med avseende på kategori och geografi.

Värderingsmetod

Värderingen av Castellums fastigheter baseras på *kassaflödesanalyser*, där framtida kassaflöden som tillgången förväntas generera nuvärdesberäknas. Det totala fastighetsbeståndets värde beräknas som summa nuvärdet av driftöverskott minskat med återstående investeringar på igångsatta projekt under de närmaste nio åren samt nuvärdet av bedömt restvärde år 10. Denna metod har använts under hela den studerade tidsperioden.

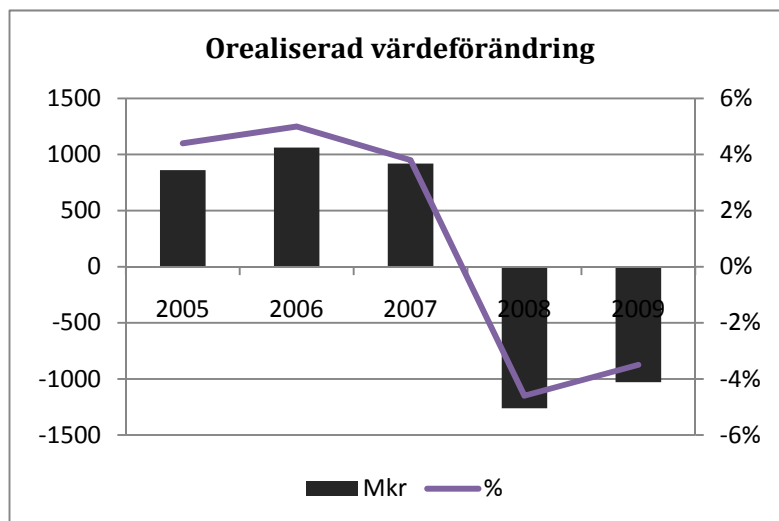
Värderingsantaganden

Castellums värdering är grundad på antagandet om en årlig inflation på 1,5 procent. För avkastningskravet på totalt kapital har antagande om kostnad för lånat kapital beräknats till 5,5 procent, vilket utgörs av realräta och inflation. Beroende på fastighetskategori har antaganden om belåningsgrader pendlat mellan 55 och 65 procent.

Förändring av verkligt värde

Mellan åren 2005–2007 har Castellum skrivit upp värdet på orealiserade förvaltningsfastigheter med 861, 1062 respektive 919 miljoner kronor. Vid bokslutet för 2008 skrev man dock ner värdet med 1262 miljoner kronor vilket följdes av en nedskrivning på 1 029 miljoner kronor vid bokslutet för 2009. Den negativa värdeförändringen för 2009 uppgavs till största delen bestå av ett ökat avkastningskrav samt bedömning om ett minskat framtida kassaflöde.

I nedanstående figur presenteras en sammanställning av Castellums orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter mellan åren 2005-2009.



Figur 4.1. Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Castellum mellan åren 2005-2009.

4.2 FABEGE

4.2.1 Introduktion

Fabege är resultatet av ett stort antal fastighets- och bolagsaffärer och gick fram till maj 2005 under namnet Wihlborgs Fastigheter. Verksamheten i Fabege är starkt koncentrerade till delmarknader i Stockholmsregionen, främst Stockholms innerstad, Solna och Hammarby sjöstad. Fastighetsbeståndet består till största delen av kommersiella lokaler, där kontorslokaler står för 77 procent av hyresvärdet.

Affärsidén i bolaget är en inriktning mot kommersiella fastigheter i Stockholmsregionen, där man vill fokusera på ett begränsat antal delmarknader med hög tillväxt. Värdeskapande ska ske genom förvaltning, förädling och ett aktivt arbete med fastighetsportföljen.

Fabeges fastighetsbestånd bestod per den 31 december 2009 av totalt 148 fastigheter med ett marknadsvärde på 29,2 miljarder kronor.

4.2.2 Finansiell ställning

Soliditet

Fabeges har som mål att soliditeten ska uppgå till minst 30 procent, vilket har varit företagets mål under hela den studerade perioden. På balansdagen för 2009 uppvisade man en soliditet på 32,5 procent vilket innebar att man uppfyllde det uppsatta målet. Soliditeten för 2005, den första balansdagen efter införandet av IFRS var på 41,4 procent.

Vakansgrad

För 2009 hade Fabege en vakansgrad på 10 procent. Det var en ökning från 2008 (7 procent), men en minskning från 2005 då vakansgraden låg på 15 procent.

4.2.3 Värdering av fastigheter

Intern/extern värdering

Samtliga fastigheter i Fabege värderas av *externa* värderingsmän minst en gång per år. De uppgifter som lämnas till de externa värderarna består av; gällande och kommande hyreskontrakt, drift- och underhållskostnader, bedömda investeringar utifrån underhållsplaner samt uppgifter om kommande bedömda vakanser. Platsbesiktning har genomförts minst en gång per fastigheter under perioden 2007–2009.

Värderingsmetod

Värderingen av fastigheterna i Fabege baseras på *kassaflödesanalyser*, där driftsöverskotten nuvärdesberäknas under en femårig kalkylperiod, samt restvärdet på fastigheten vid kalkylperiodens slut. Denna metod har använts under hela den studerade tidsperioden.

Värderingsantaganden

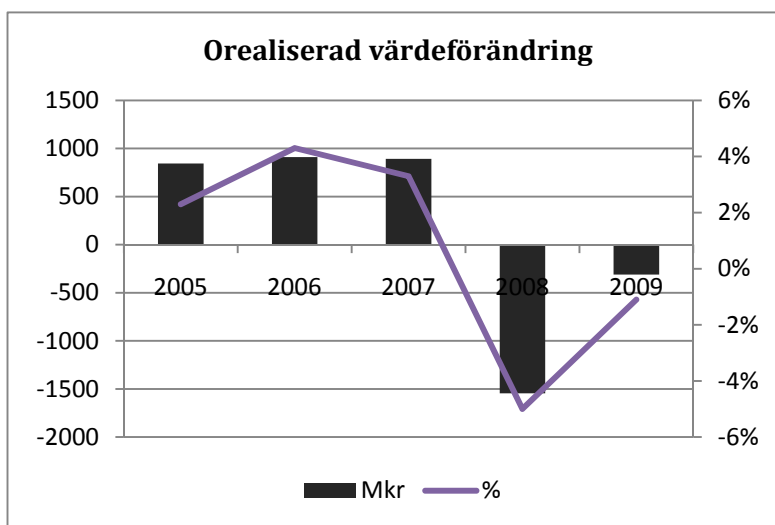
Fabeges värdering har grundats på följande antaganden; årlig inflation: 2,0 procent, viktad kalkylränta: 8,1 procent, restvärde på viktat direktavkastningskrav: 6,0 procent samt en genomsnittlig långsiktig vakans på 4,9 procent. Kostnaden för drift och underhåll har beräknats till 337 kronor/kvadratmeter för kommersiella lokaler och till 462 kronor/kvadratmeter för bostäder.

Kalkylräntan vilken utgör det nominella räntekravet i de nuvärdesberäkningar som görs, baseras på erfarenhetsmässiga bedömningar av marknadens förräntningskrav för liknande objekt. Restvärdet utgörs av fastighetens marknadsvärde vid kalkylperiodens slut. Marknadsbedömningarna i Fabege har genomförts i enlighet med riktlinjer som är framtagna av Svenskt Fastighetsindex.

Förändring av verkligt värde

Mellan åren 2005 till 2007 har Fabege skrivit upp värdet på orealiserade fastigheter med 844, 911 respektive 893 miljoner kronor. Vid bokslutet för 2008 skrev man dock ner värdet med 1 545 miljoner kronor vilket följdes av en nedskrivning på 310 miljoner kronor vid bokslutet för 2009. Den negativa värdeförändringen för 2009 avsåg enligt Fabege ökade avkastningskrav i perifera lägen av beståndet där vakanserna bedöms öka.

I nedanstående figur presenteras en sammanställning av Fabeges orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter mellan åren 2005–2009.



Figur 4.2. Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Fabege mellan åren 2005–2009.

4.3 HUFVUDSTADEN

4.3.1 Introduktion

Fastighetsbolaget Hufvudstaden har en lång historia som letar sig tillbaka till 1915 och Ivar Kreugers dagar, då denne var med och bildade bolaget. Verksamhet är uteslutande lokaliserad till de centrala delarna av Stockholm och Göteborg och fastighetsbeståndet består helt av kommersiella lokaler, främst kontors- och butiksfastigheter.

Den uttalade affärsidén i bolaget är att "i egna fastigheter i centrala Stockholm och centrala Göteborg erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler på attraktiva marknadsplatser." (Hufvudstaden 2009)

Hufvudstadens fastighetsbestånd bestod per den 31 december 2009 av totalt 29 fastigheter med ett marknadsvärde på 18,1 miljarder kronor.

4.3.2 Finansiell ställning

Soliditet

Hufvudstaden har som mål att soliditeten ska uppgå till minst 40 procent vilket har varit företagets mål under hela den studerade perioden. På balansdagen för 2009 uppvisade man en soliditet på 55 procent vilket innebar att man uppfyllde det uppsatta målet. Soliditeten för 2005, den första balansdagen efter införandet av IFRS var på 52,2 procent.

Vakansgrad

För 2009 hade Hufvudstaden en vakansgrad på 6,2 procent. Detta var en ökning från 2007 då vakansgraden var 3,3 procent, men en minskning från 2005 då vakansgraden låg på 7,1 procent.

4.3.3 Värdering av fastigheter

Intern/extern värdering

Värdering av Hufvudstadens fastigheter sker genom *intern* värdering för varje enskild fastighet. Värderingen kompletteras genom att externa värderingar hämtas från två värderingsföretag, med ett urval som syftar till att representera olika fastighetskategorier med avseende på ort, läge, samt teknisk och byggnadsmässig standard. För 2009 motsvarade den externa kontrollvärderingen 29 procent av beståndet.

Värderingsmetod

Värderingen av Hufvudstadens fastigheter görs genom *nettokapitaliseringsmetoden*, vilken är en *variant av ortsprismetoden*. Metoden innebär att marknadens avkastningskrav sätts i relation till fastigheternas driftsnetto. För den studerade perioden fram till och med 2008 benämner man den använda metoden som direktavkastningsmetoden.

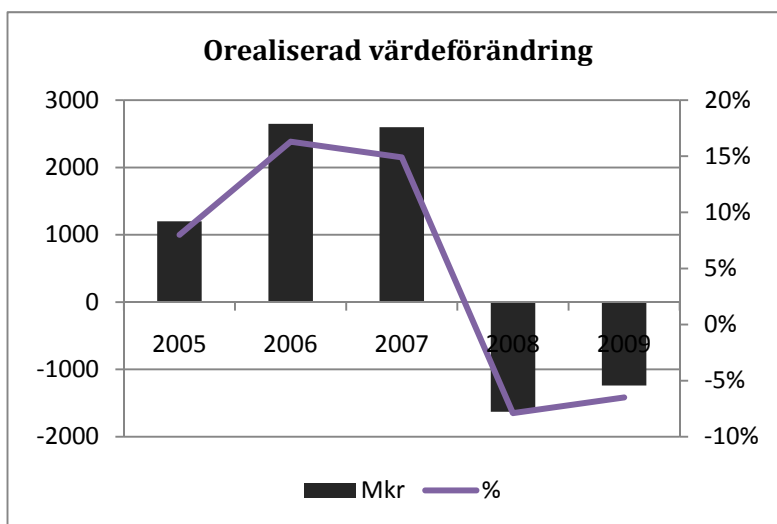
Värderingsantaganden

Avkastningskravet i Hufvudstaden hämtas från information från marknadens avkastningskrav på aktuella köp och försäljningar av jämförbara fastigheter på liknande lägen. Fastigheternas driftsnetto beräknas utifrån marknadsmässiga hyresintäkter, långsiktig hyresvakansgrad samt normaliserade drifts- och underhållskostnader.

Förändring av verkligt värde

Mellan åren 2005–2007 har Hufvudstaden skrivit upp värdet på orealiserade fastigheter med 1200, 2648 respektive 2598 miljoner kronor. Vid bokslutet för 2008 gjorde man dock en nedskrivning av det verkliga värdet med 1 629 miljoner kronor, som följdes av en nedskrivning på 1 239 miljoner kronor vid bokslutet för 2009. Den negativa värdeförändringen för 2009 förklarades enligt Hufvudstaden av ett högre direktavkastningskrav som följt av konjunkturedgången och osäkerheten på kreditmarknaden, samt en något svagare hyresmarknad.

I nedanstående figur presenteras en sammanställning av Hufvudstadens orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter mellan åren 2005–2009.



Figur 4.3. Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Hufvudstaden mellan åren 2005–2009.

4.4 KUNGSLEDEN

4.4.1 Introduktion

Kungsleden kännetecknas av ett bestånd med stor geografisk spridning med fastigheter i 130 kommuner. Bolaget har en differentierad portfölj av fastigheter uppdelade på kommersiella och publika fastigheter. Dessa består i huvudsak av industri/lager, kontor, affärer samt äldreboenden, skolor och vårdfastigheter.

Den uttalade affärsidén i bolaget är att "äga och förvalta fastigheter med långsiktigt hög och stabil avkastning." (Kungsleden 2009)

Kungsledens fastighetsbestånd bestod per den 31 december 2009 av totalt 585 fastigheter med ett marknadsvärde på 21,8 miljarder kronor.

4.4.2 Finansiell ställning

Soliditet

Kungsleden saknar uttalade mål för soliditeten. På balansdagen för 2009 uppvisade man en soliditet på 29,3 procent. Den högsta noterade soliditeten de senaste fem åren var för 2006 då den låg på 40 procent. Soliditeten för 2005, den första balansdagen efter införandet av IFRS var på 24,2 procent.

Vakansgrad

Vakansgraden i Kungsleden har kontinuerligt förbättrats under åren 2005 till 2008, från 10 procent till 5 procent. För 2009 hade den dock åter ökat något och hamnat på 6,8 procent.

4.4.3 Värdering av fastigheter

Intern/extern värdering

Kungsleden värderar sina fastigheter genom en variant som grundar sig i *ortsprismetoden*, där tillämpade avkastningskrav bestäms utifrån Kungsledens kunskap om genomförda affärer på marknader där företaget är verksamt. För den interna värderingen används en nuvärdesberäkning med en prognosperiod på fem år.

Värderingsmetod

Värdering av Kungsledens fastigheter sker löpande genom *interna* värderingar. Kungsleden anser att det sedan halvårsskiftet 2008 har blivit svårare att värdera fastigheter, då det till följd av finanskrisen genomförts relativt få fastighetstransaktioner, men påpekar att de affärer som genomförts inte indikerar en generell nedskrivning av fastighetsvärdena. Kungsledens interna värderingar kompletteras genom att externa värderingar hämtas för 90 procent av beståndet.

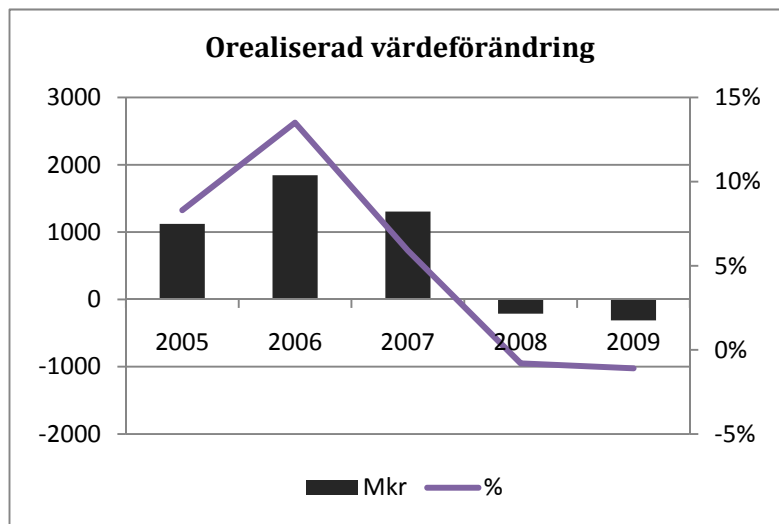
Värderingsantaganden

Värderingarna grundas på den aktuella intjäningskapaciteten, där framtida hyresbetalningar, drifts- och underhållskostnader och andra poster i driftsnettot uppskattas. Som underlag för bedömningarna av framtida kostnader används kostnadshistorik för varje enskild fastighet samtidigt som hänsyn tas till ålder, teknisk standard, underhållsstatus och användningsområde.

Förändring av verkligt värde

Mellan åren 2005 och 2007 har Kungsleden skrivit upp värdet på orealiserade förvaltningsfastigheter med 1 122, 1 845 respektive 1 305 miljoner kronor. Vid bokslutet för 2008 skrev man dock ner värdet med 213 miljoner kronor vilket följdes av en nedskrivning på 312 miljoner kronor vid bokslutet för 2009.

I nedanstående figur presenteras en sammanställning av Kungsledens orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter mellan åren 2005–2009.



Figur 4.4. Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Kungsleden mellan åren 2005–2009.

4.5 WIHLBORGS

4.5.1 Introduktion

Wihlborgs har en historia som sträcker sig tillbaka till Malmö och tidigt 1920-tal, då företaget grundades av byggmästare O P Wihlborg. Med tiden spred sig beståndet geografiskt och omfattade så småningom även fastigheter i Stockholm. År 2005 splittrades dock beståndet. Stockholmsbeståndet stannade i moderföretaget som samtidigt bytte namn till Fabege och Öresundsbeståndet tillföll ett nybildat bolag som behöll namnet Wihlborgs. Fastighetsbeståndet i dagens Wihlborgs är koncentrat till Öresundsregionen och uppdelat på delmarknaderna Malmö, Helsingborg, Lund och Köpenhamn. Beståndet består av kommersiella fastigheter, där största delen av det bokförda värdet är kontors- och butiksfastigheter.

Den uttalade affärsidén i bolaget är en tydlig fokusering på delmarknader i Öresundsregionen. Marknadspositionen i regionen ska befästas genom koncentration till attraktiva och utvecklingsbara delmarknader där man samtidigt vill vara marknadsledande på respektive marknad.

Wihlborgs fastighetsbestånd bestod per den 31 december 2009 av totalt 241 fastigheter med ett marknadsvärde på 14,4 miljarder kronor.

4.5.2 Finansiell ställning

Soliditet

Wihlborgs har som mål att soliditeten ska vara som lägst 25 procent och som högst 35 procent. Detta har varit företagets mål under hela den studerade perioden. På balansdagen för 2009 uppvisade man en soliditet på 29,6 procent vilket innebar att man uppfyllde det uppsatta kravet. Soliditeten för 2005, den första balansdagen efter införandet av IFRS var på 34,8 procent.

Vakansgrad

Vakansgraden i Wihlborgs har kontinuerligt förbättrats under den studerade perioden och låg för 2009 på 6 procent, att jämföra med 10 procent för 2005.

4.5.3 Värdering av fastigheter

Intern/extern värdering

Samtliga Wihlborgs fastigheter är värderade av *externa* värderingsmän, där individuella marknadsvärden för respektive fastighet har bedöms. Under perioden 2007–2009 har platsbesiktning genomförts för "merparten" av fastigheterna. Förutom den externa värderingen sker intern värdering tre gånger per år.

Värderingsmetod

Wihlborgs fastigheter värderas enligt *kassaflödesanalyser*. Avkastningsvärdet beräknas ur ett prognostiserat kassaflöde, som i normalfallet prognostiseras på fem år. För vissa fastigheter har man dock motiverat en längre kalkylperiod. Kalkylräntan härleds för varje enskild fastighet, ur transaktioner på respektive delmarknad. Denna metod har använts under hela den studerade perioden.

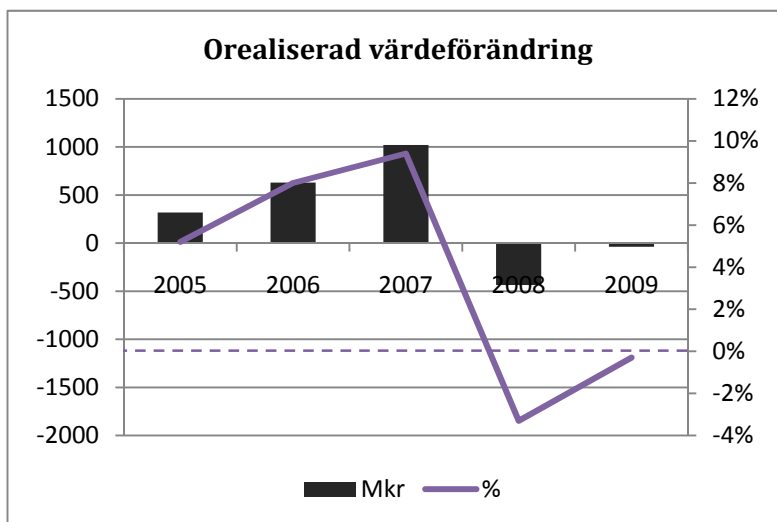
Värderingsantaganden

Wihlborgs värdering grundar sig på att inflationen kommer att öka med 1 procent under 2010 och 3 procent under 2011, för att därefter följa Riksbankens inflationsmål om en 2 procentig ökning per år. Inflationen i Danmark bedöms vara 2 procent. Kalkylräntan har beroende på delmarknad beräknats mellan 6,1 och 10,6 procent. Direktavkastningskravet för kommersiella lokaler har beräknats mellan 5,5 och 10 procent och den långsiktiga vakansgraden har beräknats mellan 3 och 10 procent.

Förändring av verkligt värde

Mellan åren 2005–2007 har Wihlborgs skrivit upp värdet på orealiserade fastigheter med 318, 629 respektive 1 020 miljoner kronor. Vid bokslutet för 2008 skrev man dock ner värdet med 436 miljoner kronor vilket följdes av en nedskrivning på 38 miljoner kronor vid bokslutet för 2009.

I nedanstående figur presenteras en sammanställning av Wihlborgs orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter mellan åren 2005–2009.



Figur 4.5. Orealiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter i Wihlborgs mellan åren 2005–2009.

5. ANALYS

Detta kapitel analyserar den information som genererats i empirin samt kopplar samman den med tidigare kapitel. Analysen beskriver hur värdering till verkligt värde har hanterats av bolagen under perioden och skillnaderna i utfallet presenteras. För att uppfylla syftet med studien undersöks tre möjliga förklaringsvariabler som kan förklara dessa skillnader.

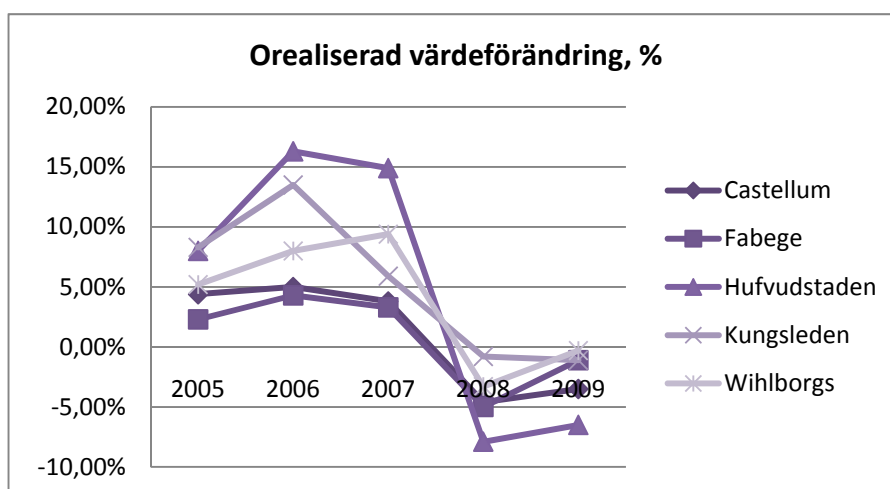
5.1 SAMMANFATTNING

Under perioden 2005–2009 har de fem studerade fastighetsbolagen gjort orealiserade uppskrivningar av förvaltningsfastigheter på sammanlagt 18 miljarder kronor. Dessa gjordes i samtliga bolag mellan åren 2005–2007. De två efterföljande åren gjordes nedskrivningar i samtliga bolag, vilka uppgick till cirka 8 miljarder. Trots inverkan från den finansiella krisen och efterföljande lågkonjunktur har värdering till verkligt värde enligt IAS 40 därmed inneburit nettoupskrivningar på nästan 10 miljarder kronor i de fem bolagen. De orealiserade nedskrivningarna har under perioden endast motsvarat 45 procent av de sammanlagda uppskrivningarna. Huruvida de nedskrivningar som gjorts varit tillräckligt stora, vilket ifrågasatts av många experter, har inte undersökts i studien men genom att analysera hyresvakanserna i bolagen har vi funnit att vakansgraderna har minskat i samtliga bolag sedan 2005.

5.2 FÖRÄNDRING AV VERKLIGT VÄRDE

För att göra jämförelser av storleken på företagens värdeförändringar är det viktigt att sätta värdeförändringarna i relation till respektive företags fastighetsbestånd. För att erhålla relevant data valde vi att granska företagens årliga värdeförändringar uttryckt i procent. För att urskilja själva värdeförändringen och förhindra inverkan från förvärv och försäljningar, valde vi att beräkna den procentuella förändringen utifrån förvaltningsfastigheternas ingående värden i respektive period.

Diagrammet nedan illustrerar den orealiserade värdeförändringen av respektive bolags förvaltningsfastigheter för samtliga årsbokslut under perioden 2005–2009.

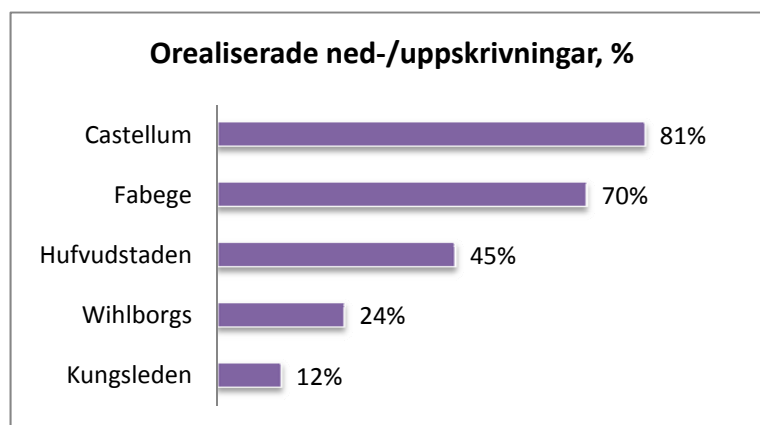


Figur 5.1. Orealiserad värdeförändring av förvaltningsfastigheter i procent.

Som framgår av diagrammet verkade det som att företagen var överens huruvida ett upp- eller nedskrivningsbehov förelegat för respektive värdering. Samtidigt visar diagrammet att det fanns stora skillnader i storleken på de värderingar som gjorts, samt de svängningar detta verkar ha medfört. För det företag (Hufvudstaden) som stod för de största svängningarna, uppgick den största enskilda uppskrivningen till 16 procent. Möjligtvis för att kompensera denna värdeökning gjorde företaget även den största nedskrivningen under perioden, vilken var på 8 procent. De företag som stod för de minsta svängningarna var Castellum och Fabege, som båda höll sig inom ett spann av 5 procent.

Det verkar som att de bolag som gjort de största uppskrivningarna också har gjort de största nedskrivningarna. Vad som har påverkat företagen att göra stora eller små förändringar är i sig intressant, men vad som är ännu mer anmärkningsvärt är att det trots ovan nämnda samband ändå fanns stora skillnader i förhållandet på företagens upp- och nedskrivningar. Det företag som hade gjort de största nedskrivningarna i förhållande till uppskrivningar under perioden hade gjort nedskrivningar som uppgick till 81 procent av värdet på uppskrivningarna medan det företag som hade gjort de minsta nedskrivningarna endast gjort dessa till 12 procent av tidigare uppskrivningar.

Diagrammet nedan illustrerar företagens sammanlagda orealiserade nedskrivningar i förhållande till totala orealiserade uppskrivningar under perioden 2005–2009.



Figur 5.2. Orealiserade nedskrivningar i förhållande till orealiserade uppskrivningar i procent under perioden 2005–2009.

Som framgår av tabellen fanns det stora skillnader mellan hur mycket företagen hade skrivit ned sina värden som följd av finanskrisen och den efterföljande lågkonjunkturen. Nästa steg i vår analys blev därför att analysera vad som kan förklara dessa stora skillnader företagen emellan.

5.3 FÖRKLARINGSVARIABLER

För att få förklaringar till de stora skillnaderna mellan företagens olika nedskrivningar i förhållande till uppskrivningar valde vi att titta närmare på företagens soliditetsmått, värderingsmodeller samt vem som hade gjort värderingen av företagets fastigheter.

5.3.1 Soliditetsmått

Den första förklaringsvariabeln för vår granskning var påverkan från företagets soliditet. Måttet fungerade i studien som mått på finansiell styrka. Förklaringsvariabeln valdes utifrån röster i media¹ som menade att det finns ett samband mellan företagets nedskrivningar och företagets finansiella styrka.

Vår studie visade att de fem granskade företagen hade relativt lika soliditetstal, pendlandes mellan 29,3 och 55 procent. De flesta låg runt 30 procent medan Hufvudstaden var det bolag som stack ut med en soliditet på 55 procent.

Även om skillnaderna var små mellan bolagen så gav soliditetsmålet i studien ett visst fog för teorin att låg soliditet lett till mindre nedskrivningar. De två bolag som hade gjort de minsta nedskrivningarna (Kungsleden och Wihlborgs) var nämligen de bolagen med lägst soliditet (29,3 respektive 29,6 procent). En viktig faktor att ha i åtanke och som stärker sambandet är det faktum att de orealiserade nedskrivningarna som gjorts har belastat resultatet och därmed soliditeten. Denna konsekvens är väl värd att påpeka då värdering till verkligt värde innebär att realisationsprincipen frångås. Det företag (Fabeges) som hade den tredje lägsta soliditeten (32,5 procent) skulle exempelvis ha haft en högre soliditet om de orealiserade nedskrivningarna hade legat i linje med Kungsleden och Wihlborgs. Hade dessa båda företags nedskrivningar legat i linje med Fabeges eller snittet för studien hade deras soliditetsmått ytterligare försämrats. I Kungsledens fall hade nedskrivningar i paritet med Fabeges inneburit att företagets soliditet försämrats avsevärt och sambandet hade således framträtt ännu tydligare.

5.3.2 Värderingsmodell

Den andra förklaringsvariabeln i studien valdes utifrån den standard (IAS 40) som reglerar redovisningen av förvaltningsfastigheter och som förespråkar värdering enligt ortsprismetoden då detta medges. Vår undersökning visade att två av företagen (Hufvudstaden och Kungsleden) använde sig av varianter av denna metod medan övriga tre (Castellum, Fabeges och Wihlborgs) använde kassaflödesanalyser. Inget av bolagen hade ändrat värderingsmetod under perioden².

Vår studie visade att de två företag (Castellum och Fabeges) som hade gjort de största orealiserade nedskrivningarna i förhållande till orealiserade uppskrivningar båda hade använt sig av kassaflödesanalyser medan det företag (Kungsleden) som hade gjort de minsta nedskrivningarna i förhållande till uppskrivningar hade använt en variant av ortsprismetoden.

Det är naturligtvis svårt att uppskatta huruvida val av värderingsmetod påverkar företagets värderingar. Som konstaterats i teoriavsnittet ger olika värderingsmetoder oftast olika värderingar av ett och samma objekt, men vilken som är den mest korrekta är svårt att svara på. IAS 40 (p 45) förespråkar användandet av ortsprismetoden i de fall detta medges. Samtidigt vittnar Kungsleden i sin årsredovisning om att marknadsvärdering under perioden blivit allt svårare att utföra då antalet transaktioner har begränsats. De transaktioner som trots allt genomförts menade man dock ändå

¹ Däribland journalisten och analytikern Per Lindvall (2009).

² Hufvudstaden har dock ändrat benämning på sin värderingsmetod från direktavkastningsmetod (2005–2008) till nettokapitaliseringsmetod (2009).

inte indikerade ett generellt nedskrivningsbehov. Eftersom fastighetsmarknaden rör sig trögare än den finansiella marknaden på vilken kassaflödesanalyserna grundar sig, skulle man kunna argumentera för att det är svårare att påvisa ett nedskrivningsbehov om ortsprismetoden används som i fallet med Kungsleden. Det andra företaget i vår undersökning (Hufvudstaden) som använde sig av en variant av ortsprismetoden utmärkte sig inte nämnvärt, utan hamnade i mitten bland de undersökta företagen med nedskrivningar på 45 procent. Det är dock betydligt lägre än både Castellum och Fabege.

Eftersom de två företag som hade gjort de största nedskrivningarna använde sig av kassaflödesanalyser anser vi att det är denna metod som verkar ha stått för de största värdeförändringarna. Hur värderingen har påverkats av ortsprismetoden är svårt bedöma men det verkar finnas tendenser till att ortsprismetoden i kristider, då det saknas jämförbara objekt, kan skapa utrymme för mer subjektiva bedömningar som i sin tur kan styra nivån på nedskrivningarna på ett för företaget mer fördelaktigt sätt.

5.3.3 Intern/extern värdering

Den tredje förklaringsvariabeln i studien utgjordes av huruvida värderingen gjorts internt i företaget eller externt av oberoende värderingsmän. Variabeln valdes eftersom IAS 40 (p 32) förespråkar att värdering görs av oberoende värderingsmän. Samtidigt har detta oberoende ifrågasatts av exempelvis journalisten och analytikern Per Lindvall (2008). Frågan blev därmed om det har haft någon betydelse för värderingen om den har gjorts externt eller internt.

Vår studie visade att tre av företagen (Castellum, Hufvudstaden och Kungsleden) hade gjort interna värderingar av sina förvaltningsfastigheter medan övriga två (Fabege och Wihlborgs) hade använt sig av externa värderingsmän. För de företag som hade gjort interna värderingar visade det sig dock att samtliga hade gjort externa kontrollvärderingar på delar av fastighetsbeståndet för att stämma av den interna värderingen och för dessa uppgav samtliga att den externa värderingen överensstämde väl med den interna.

Av vår undersökning framgick det att såväl det företag med högst (Castellum) som det med lägst (Kungsleden) nedskrivningar i förhållande till uppskrivningar hade gjort värderingarna internt och det framträdde inget tydligt samband mellan vem som gör värderingen och nivån på nedskrivningarna. Det verkade inte heller finnas något samband mellan värderingsmetod och vem som gjort värderingen och det var på det hela taget svårt att se några samband eller skillnader mellan de företag som hade gjort interna värderingar och de som hade förlitat sig till externa värderingar.

Baserat på den information som vi genererat i studien, så kan vi inte uttala oss om huruvida företagens nedskrivningar har påverkats av att värderingen gjorts internt eller externt. Vi kan inte heller vare sig bekräfta eller dementera Per Lindvalls (2009) ifrågasättande av de externa värderingsmännens oberoende. Vår studie antyder dock, genom att vi inte kan identifiera några skillnader, att det inte verkar vara av någon stor betydelse huruvida värderingen gjorts internt eller externt.

5.3.4 Andra förklaringsvariabler

Vi har hittills analyserat tre olika förklaringsvariabler som vi bedömer kan ha haft inverkan på storleken på de upp- och nedskrivningar som gjorts av företagen. Fastighetsvärdering och är dock ingen exakt vetenskap som gör att vi kan bevisa att det just är dessa skillnader som haft betydelse för värderingen. Utöver de faktorer som vi hittills har undersökt finns det ett stort antal andra faktorer som bör spela stor roll vid företagens värderingar. För att göra analysen mer komplett vill vi därför redogöra för dessa.

En viktig faktor är företagets karaktär och affärsidé. I vår empiri återfinns bolag av varierande karaktär. Medan Hufvudstaden satsar på ett varaktigt och högklassigt förvaltande med låg omsättning, har Kungsliden en annan strategi som bygger på en hög omsättning av fastigheter. Dessa olika strategier, påverkar värderingen av förvaltningsfastigheter och behovet av upp- och nedskrivningar. Som vi har observerat i empirin återfinns Fabeges fastigheter i Stockholmsområdet, Wihlborgs i Öresundsregionen och Hufvudstadens återfinns i centrala delar av Stockholm och Göteborg. Castellum har ett relativt differentierat bestånd av fastigheter i fem huvudregioner men det mest väldifferentierade beståndet av samtliga undersökta bolag återfinns i Kungsliden som täcker in hela 130 kommuner. Även om den finansiella krisen har slagit över hela landet så påverkas såväl priser som efterfrågan av den aktuella delmarknad där fastigheterna är belägna, vilket framgår av uppsatsens teoridel. Dessa uppdelningar i delmarknader kan därför även i varierad utsträckning ha påverkat nivån på de värderingar som gjorts i respektive bolag.

En tredje faktor som kan ha påverkat respektive företags värderingar av förvaltningsfastigheter är trender i samhället, inte minst till följd av den finansiella krisen. Detta hör samman med första stycket och den typ av fastigheter som de olika företagen förvaltar. Man skulle exempelvis kunna tänka sig att den finansiella oron lett till att företag runt om i Sverige har sett över sina lokalkostnader och att det därför utvecklats en trend i samhället mot mindre fashionabla kontor. Det i sin tur skulle driva ned efterfrågan och priser på dessa till förmån för billigare lokaler som följaktligen skulle stiga värde och påverka värderingen. En fjärde faktor som kan ha påverkat företagets respektive upp- och nedskrivningsbehov är den ingående värderingen för 2005. Huruvida den var för låg eller för hög kan i sin tur ha påverkat nedskrivningsbehovet i efterföljande perioder. Utöver dessa förklaringsvariabler finns naturligtvis ytterligare fler, vilka kan ha påverkat företagets värderingar.

De variabler som har identifierats i studien som möjliga förklaringsvariabler till de observerade skillnaderna i företagets upp- och nedskrivningar, har den gemensamma egenskapen att dessa inte borde påverka företagets värderingar, för att dessa skall vara korrekta. Till skillnad från att prisbilden på olika delmarknader kan utvecklas olika och således påverka respektive upp- eller nedskrivningsbehov så bör inte värderingen påverkas av företagets soliditet, för att värderingen skall vara korrekt. Inte heller val av värderingsmetod eller huruvida värderingen gjorts internt eller externt, bör påverka det egentliga värdet. Denna inneboende egenskap hos våra undersökta förklaringsvariabler skiljer från de ovan nämnda exempel på värderingspåverkande faktorer. Dessa *bör* istället rimligtvis leda till skillnader i de värderingar som gjorts. I och med att företagets värderingar med största sannolikhet har och skall påverkas av dessa skillnader kan vi inte på något sätt avfärda att de värderingar som gjorts av respektive företag verkligen är de korrekta och att de skillnader som identifierats i studien därför beror på variationer i bolagens olika nedskrivningsbehov för perioden.

6. SLUTSATSER

I detta avslutande kapitel ämnar vi besvara studiens två frågeställningar samt föra en diskussion kring utfallet av studien. Avslutningsvis lämnas förslag till fortsatt forskning på området.

6.1 SLUTDISKUSSION OCH EGNA REFLEKTIONER

Mot bakgrund av studiens resultat från empiri- och analyskapitlen ämnar vi besvara studiens två problemformuleringar. Den första var:

Hur har fastighetsbolagen hanterat värderingen av sina orealiserade förvaltningsfastigheter till verkligt värde, i enlighet med IAS 40 under perioden 2005–2009?

Studien har visat att de studerade fastighetsbolagen under perioden har skrivit upp sina orealiserade förvaltningsfastigheter med sammanlagt *17,8 miljarder kronor* samtidigt som de totala nedskrivningarna uppgått till *8 miljarder*. Det innebär att nedskrivningarna under perioden, trots inverkan från en världsomfattande lågkonjunktur, endast motsvarat *45 procent* av periodens uppskrivningar. Värdering till verkligt värde enligt IAS 40 har därmed resulterat i nettouppskrivningar på nästan *10 miljarder kronor*³ för perioden.

Studien visade på rådande konsensus för tidpunkten då ett nedskrivningsbehov identifierats. Vilket skedde för samtliga studerade företag vid årsredovisningen för 2008. Innan dess hade samtliga bolag gjort uppskrivningar för perioden 2005–2007.

Den andra problemformuleringen var mer omfattande:

Finns det några skillnader i nivån på företagens orealiserade upp- och nedskrivningar under perioden och vad kan i så fall förklara dessa skillnader?

Studien har visat på stora skillnader i nivån på företagens upp- och nedskrivningar. Det företag som hade gjort de största nedskrivningarna under perioden hade gjort orealiserade nedskrivningar som motsvarade *81 procent* av periodens orealiserade uppskrivningar. Det företag som hade gjort de minsta nedskrivningarna hade samtidigt bara gjort nedskrivningar motsvarande *12 procent* av periodens uppskrivningar. Övriga företag hade identifierat nedskrivningsbehov motsvarande *24, 45* respektive *70 procent* av periodens sammanlagda uppskrivningar.

För att finna förklaringar till dessa stora skillnader, identifierade vi, delvis med bidrag från den massmediala debatten, tre potentiella förklaringsvariabler. Dessa var skillnader i; soliditet, värderingsmetoder samt om värderingen hade gjorts internt eller externt. Nedan följer resultatet av dessa analyser:

Soliditet – Studien antyder ett visst samband mellan företagens nedskrivningar och företagens soliditetsmått. Studien har visat, även om skillnaderna är relativt små, att de två företag som har haft lägst soliditet även har gjort de minsta orealiserade nedskrivningarna i förhållande till uppskrivningar.

³ Företagens sammanlagda fastighetsvärden efter inverkan från värdeökningar uppgick per den 31 januari 2009 till cirka 110 miljarder kronor.

En faktor som stärker sambandet är det faktum att de orealiserade nedskrivningarna som gjorts även i sig har belastat resultatet och därmed soliditeten. Det innebär att kopplingen hade framträtt ännu tydligare ifall de nedskrivningar som gjorts inte i sig hade påverkat soliditeten i samma riktning som nedskrivningarna som en följd av att realisationsprincipen frångås i och med värdering enligt IAS 40.

Värderingsmetod – Studien antyder att de företag som använder sig av kassaflödesanalyser för att beräkna det verkliga värdet tenderar att göra de största nedskrivningarna. Det kan bero på att de finansiella marknaderna, som dessa analyser baserar sina antaganden på, rör sig snabbare än fastighetsmarknaden. På grund av att tillgången till jämförbara objekt ofta minskar vid lågkonjunkturer skulle ortsprismetoden, vilken rekommenderas i IAS 40, kunna skapa utrymme för mer subjektiva bedömningar. Detta skulle innebära att det är lättare att motivera ett mindre nedskrivningsbehov vid nyttjandet av denna metod. En tes som styrks av vår studie då det företag som gjort de minsta nedskrivningarna nyttjar just denna metod.

Intern eller extern värdering – IAS 40 förespråkar att värderingen görs av oberoende värderingsmän. Vi kunde i vår studie dock inte se någon koppling mellan hur nedskrivningarna påverkats av att värderingen gjorts internt eller externt. Det skulle kunna bero på att skillnaderna slätats ut genom att samtliga bolag i studien som baserat sina värderingar på interna bedömningar, även använt sig av externa kontrollvärderingar för att stämma av den interna värderingen. En annan förklaring skulle kunna vara att de externa värderarna, liksom vad Per Lindvall (2009) påstår, brister i oberoende. Detta är inget som vi kan bekräfta med denna studie, men genom att vi inte kunde identifiera några skillnader, styrker vår undersökning dock inte motsatsen.

Våra slutsatser utifrån uppsatsens andra frågeställning innebär att vi kan konstatera att det finns stora skillnader företagen emellan vad gäller nivån på de orealiserade upp- och nedskrivningarna som gjorts under perioden. Förklaringar till att värderingarna har varierat tycker vi oss se tendenser på i företagets finansiella styrka, samt vid valet av värderingsmetod. Huruvida dessa förklaringar verkligen har spelat in i företagets värderingar är dock svårt att bekräfta då värdering av fastigheter saknar facit samt påverkas av en mängd olika faktorer. Utöver de förklaringar som vi undersökt, vilka inte bör påverka värderingen, finns även en mängd andra faktorer som skall och bör påverka värderingarna i olika riktningar. I och med detta kan vi inte på något sätt avfärda att de värderingar som gjorts av respektive företag verkligen är korrekta. De stora skillnader som identifierats kan istället beror på varierande nedskrivningsbehov på grund av faktiska skillnader. Ett stort antal av dessa diskuteras i analysen och består av skillnader i företagets strategi och typ av fastigheter, vilka skulle påverkas på olika sätt och i varierande grad av osäkra marknadsförhållanden. Andra faktorer är skillnader i geografisk lokalisering. Fastighetsmarknaden kännetecknas av en uppdelning i delmarknader, där marknadens förutsättningar kan variera kraftigt och därför skapa olika nedskrivningsbehov. Ytterligare faktorer som kan ha orsakat de stora skillnaderna företagen emellan skulle kunna vara trender i samhället som lett till varierad prisbildning för respektive delmarknad och utöver dessa finns ytterligare fler.

6.2 FÖRSLAG PÅ FORTSATT FORSKNING

Med erfarenheterna från vår uppsats har vi kommit fram till ett antal problemformuleringar och områden som skulle kunna vara intressanta för andra att titta vidare på i framtida forskning. Förslagen syftar till att ge läsare av vår uppsats förslag och inspiration till fortsatta studier inom området IAS 40 Förvaltningsfastigheter, verkligt värde och nedskrivningar.

- Fortsätta studien genom att lägga till ett internt perspektiv. Genom intervjuer med de fem bolagen skulle vi kunna få tillgång till de interna motiveringar och förklaringar som ligger till grund för de värderingar som gjorts.
- En uppföljning av studien om ett antal år med en genomgång av hur bolagen hanterat IAS 40 Förvaltningsfastigheter under en längre tidshorisont än 5 år. Förslagsvis efter nästa lågkonjunktur.
- En liknande studie med fler bolag och fler variabler.
- En mer ingående studie som fokuserar på skillnader i värderingsmetod och på varför vissa bolag föredrar en viss typ av metod.
- En mer ingående studie om hur ett maximalt negativt nedskrivningsscenario hade påverkat de fastighetsbolag med lägst soliditet under krisen.
- En studie som behandlar själva beslutsprocessen kring värderingen av fastigheter, med fokus på vem som gör redovisningsvalen, hur processen går till och vilka hänsyn som tas vid värderingen.
- En jämförelse mellan hur svenska fastighetsbolag hanterat IAS 40 Förvaltningsfastigheter i förhållande till andra europeiska länders fastighetsbolag och deras implementering av samma standard under samma tidsperiod.

7. REFERENSER

Artiklar och tidsskrifter

Brade, Jonas & Olsson, Monica (2006). Hög ambition bland fastighetsbolagen men resultatredovisningen varierar. *Balans*, nr. 6-7, ss. 35–37.

Jansson, Thomas & Hurtig, Malin (2005). Få oväntade effekter vid övergången till IFRS. *Balans*, nr. 3, ss. 36–38.

Laux, Christian & Leuz Christian (2009). The crisis of fair-value accounting : Making sense of the recent debate. *Accounting, organizations and society*, vol. 34: 6–7, ss. 826.

Lindvall, Per (2009). Nedskrivningarna ett sundhetstecken. (Elektronisk) *E24 näringsliv*, 26 augusti. Tillgänglig: Affärsdata (2010-04-20).

Lindvall, Per (2008). Direktörerna tar till placebomedicinen. (Elektronisk) *Svenska Dagbladet Näringsliv*, 7 februari. Tillgänglig: Affärsdata (2010-04-20).

Lindvall, Per & Isacson, Torbjörn (2010). Fastighetsbolagen ska upp till bevis. (Elektronisk) *Svenska Dagbladet Näringsliv*. 18 januari. Tillgänglig: Affärsdata (2010-05-04).

Marton, Jan (2008). Nyttan av verkligt värde i redovisningen : Forskningen visar begränsad nytta och bara i specifika situationer. *Balans*, nr. 6–7, ss. 42–44.

Nachemson-Ekwall, Sophie (2008). Fastighetsbolag tvingas till kraftiga nedskrivningar. (Elektronisk) *Dagens Industri*, 17 december. Tillgänglig: Affärsdata (2010-04-20).

Nordlund, Bo (2009). Värdering av förvaltningsfastigheter : Metoder och antaganden i finansiella rapporter enligt IFRS. *Balans*, nr. 2, ss. 33–35.

Veckans Affärer (2009). Special : fastigheter -30 miljarder. (Elektronisk) *Veckans Affärer*, 16 april. Tillgänglig: Affärsdata (2009-04-27).

Von Koch, Nina (2008). Fastighetsbolagens huvudvärk. (Elektronisk) *Affärsvärlden*, 14 november. Tillgänglig: Affärsdata (2010-04-21).

Wilke, Björn (2008). Olika syn på fastigheters värde. (Elektronisk) *Dagens Industri*, 12 november. Tillgänglig: Affärsdata (2010-04-21).

Zaudy, David (2009a). Fastighetsmörker. (Elektronisk) *Veckans Affärer*, 18 maj. Tillgänglig: <<http://www.va.se/nyheter/2009/05/17/borsfokus-fastigheter/>> (2010-05-14).

Zaudy, David (2009b). Special : fastigheter -30 miljarder. (Elektronisk) *Veckans Affärer*, 16 april. Tillgänglig: Affärsdata (2009-04-27).

Böcker

Artsberg, Kristina (2005). *Redovisningsteori : -policy och praxis* (2:a uppl.). Malmö: Liber Ekonomi.

BAS nyckeltal : för bättre analys och effektivare ekonomistyrning (2006). Stockholm : Norstedts juridik.

Björklund, Kicki & Nordlund, Bo (2005). Ekonomisk analys av fastigheter och fastighetsföretag. I Fastighetsnytt Förlags AB, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt, Fastighetsnomenklatur*. Södertälje: Fastighetsnytt Förlags AB.

Ejvegård, Rolf (2009). *Vetenskaplig metod* (4:e uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (1997). *Forskningsmetodik : om kvalitativa och kvantitativa metoder* (2:a uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Jacobsen, Dag Ingvar (2002). *Vad, hur och varför : om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.

Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008). *Fastighetsvärdering : grundläggande teori och praktisk värdering*. Gävle och Solna: Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet.

Lind, Hans & Persson, Erik (2005). Fastighetsmarknad och marknadsanalys. I Fastighetsnytt Förlags AB, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt, Fastighetsnomenklatur*. Södertälje: Fastighetsnytt Förlags AB.

Patel, Runa & Davidson, Bo (2003). *Forskningsmetodikens grunder : att planera, genomföra och rapportera en undersökning* (3:e uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Persson, Erik (2005). Fastighetsvärdering. I Fastighetsnytt Förlags AB, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt, Fastighetsnomenklatur*. Södertälje: Fastighetsnytt Förlags AB.

Riahi-Belkaoui, Ahmed (2004). *Accounting Theory* (5:e uppl.). London: Thomson Learning.

Smith, Dag (2006). *Redovisningens språk* (3:e uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Thomasson, Jan., Arvidson, Per., Lindquist, Hans., Larson, Olav., Rohlin, Lennart (2006). *Den nya affärsredovisningen* (17:e uppl.). Malmö: Liber.

Förordningar

Europaparlamentets och rådets förordning (2002). *Tillämpning av internationella redovisningsregler*. 1606/2002/EG.

Internet

Jones Lang LaSalle (2007). Nordic City Report : Spring 2007. (Elektronisk) PDF Format. Tillgänglig: <<http://www.joneslanglasalle.se>>.

Konjunkturinstitutet (2005). Konjunkturläget: December 2005. (Elektronisk) PDF format. Tillgänglig: <http://www.konj.se/download/18.2b06ad4d10823916e6d80008380/KL_dec2005_hem.pdf>.

Näringslivets Skattedelegation (2003). Internationell redovisning i svenska företag : betänkande från IAS utredningen – SOU 2003:71. (Elektronisk) PDF format. Tillgänglig: <http://www.svensknaringsliv.se/multimedia/archive/00002/YTT2003-225-_BILAGA-N_2406a.pdf>.

Referenser

SCB (Statistiska centralbyrån) (2010). Nationalräkenskaper : BNP kvartal 2009:4. (Elektronisk) *Sveriges Officiella Statistik*: Nationalräkenskaper. Tillgänglig: <http://www.scb.se/statistik/_publikationer/NR0103_2009K04_TI_NR01TI1001.pdf>.

Svenskt Fastighetsindex (2007). Värderingshandledning för SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex (8:e uppl.). (Elektronisk) PDF format. Tillgänglig: <http://www.fastighetsindex.se/swe/sfi_ipd_vardehandl07.pdf>.

Redovisningsstandarder

IASB:s föreställningsram

IAS 40 Förvaltningsfastigheter

Samtliga från FAR SRS (2009). Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2009. Stockholm: FAR SRS förlag.

RR 24 Förvaltningsfastigheter (2002). FAR SRS Komplet/Samlingsvolymen. Stockholm: FAR SRS förlag.

Årsredovisningar

Årsredovisningar för åren 2005, 2006, 2007, 2008 och 2009 för följande företag: Castellum, Fabege, Hufvudstaden, Kungsleden och Wihlborgs.

BILAGA 1 – Sammanställning av orealiserade upp- och nedskrivningar 2005–2009

Sammanställning över bolagens orealiserade upp- och nedskrivningar under perioden 2005–2009, bolagens respektive värderingsmetoder och värderingsförfarande samt soliditet per den 1 januari 2009.

Bolag	Uppskrivningar (Mkr)	Nedskrivningar (Mkr)	Nedskrivningar i % av uppskrivningar	Soliditet	Värdering	Värderingsmetod
Castellum	2842	2291	81 %	33,00 %	Intern	Kassaflödesanalys
Fabege	2648	1855	70 %	32,50 %	Extern	Kassaflödesanalys
Hufvudstaden	6444	2868	45 %	55,00 %	Intern	Nettokapitaliseringsmetod
Kungsleden	4272	525	12 %	29,30 %	Intern	Variant av ortsprismetod
Wihlborgs	1967	474	24 %	29,60 %	Extern	Kassaflödesanalys
Totalt	18023	8013	45 %	35,88 %		

BILAGA 2 - Orealiserade värdeförändringar i absoluta tal och procentform

Sammanställning över de siffror som legat till grund för studien.

Castellum								
	2005	2006	2007	2008	2009			
Ing. värde per den 1 januari	19449	21270	24238	27717	29165			
Orealiserad värdeförändring, mkr	861	1062	919	-1262	-1029			
Värdeförändring, %	4,40%	5%	3,80%	-4,60%	-3,50%			

Fabège								
	2005	2006	2007	2008	2009			
Ing. värde per den 1 januari	36379	21296	27188	30829	29511			
Orealiserad värdeförändring, mkr	844	911	893	-1545	-310			
Värdeförändring, %	2,30%	4%	3,30%	-5,00%	-1,10%			

Hufvudstaden								
	2005	2006	2007	2008	2009			
Ing. värde per den 1 januari	15000	16276	17409	20530	19083			
Orealiserad värdeförändring, mkr	1200	2647	2597	-1629	-1239			
Värdeförändring, %	8,00%	16%	14,90%	-7,90%	-6,50%			

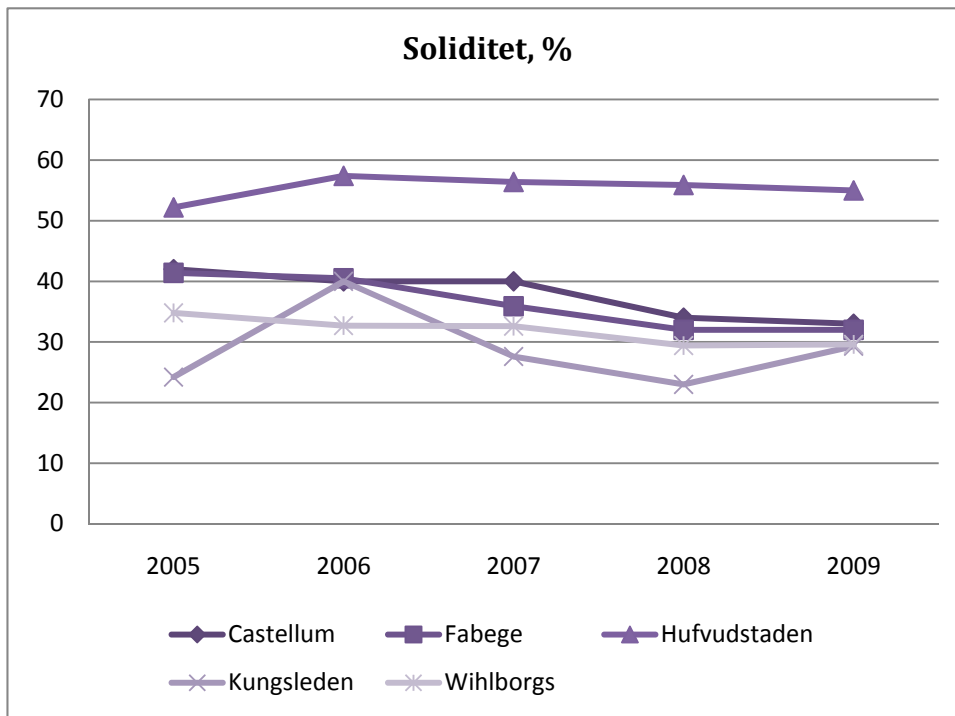
Kungsleden								
	2005	2006	2007	2008	2009			
Ing. värde per den 1 januari	13438	24856	22235	25662	28447			
Orealiserad värdeförändring, mkr	1122	1845	1305	-213	-312			
Värdeförändring, %	8,30%	14%	5,90%	-0,80%	-1,10%			

Wihlborgs								
	2005	2006	2007	2008	2009			
Ing. värde per den 1 januari	7258	7832	10888	13397	13620			
Orealiserad värdeförändring, mkr	318	629	1020	-436	-38			
Värdeförändring, %	5,20%	8%	9,40%	-3,30%	-0,30%			

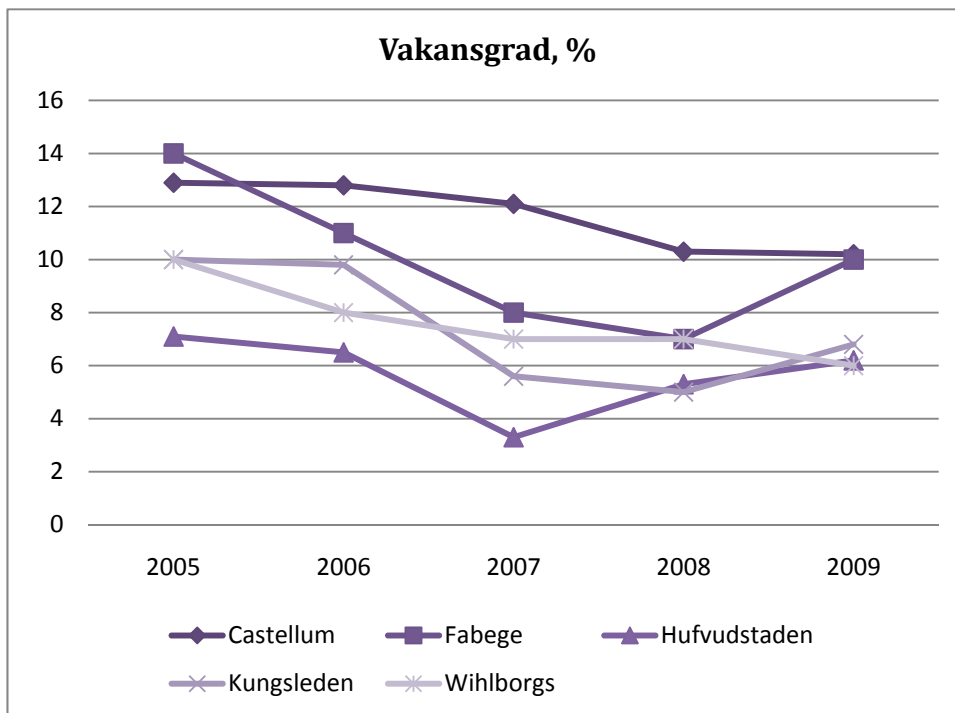
Samtliga bolag								
	2005	2006	2007	2008	2009			
Ing. värde per den 1 januari	91524	91530	101958	118135	119826			
Orealiserad värdeförändring, mkr	4345	7094	6734	-5085	-2928			
Värdeförändring, %	4,70%	7,80%	6,60%	-4,30%	-2,40%			

BILAGA 3 - Sammanställning av soliditet, vakansgrad, orealiserade upp- och nedskrivningar och aggregerad orealiserad värdeförändring

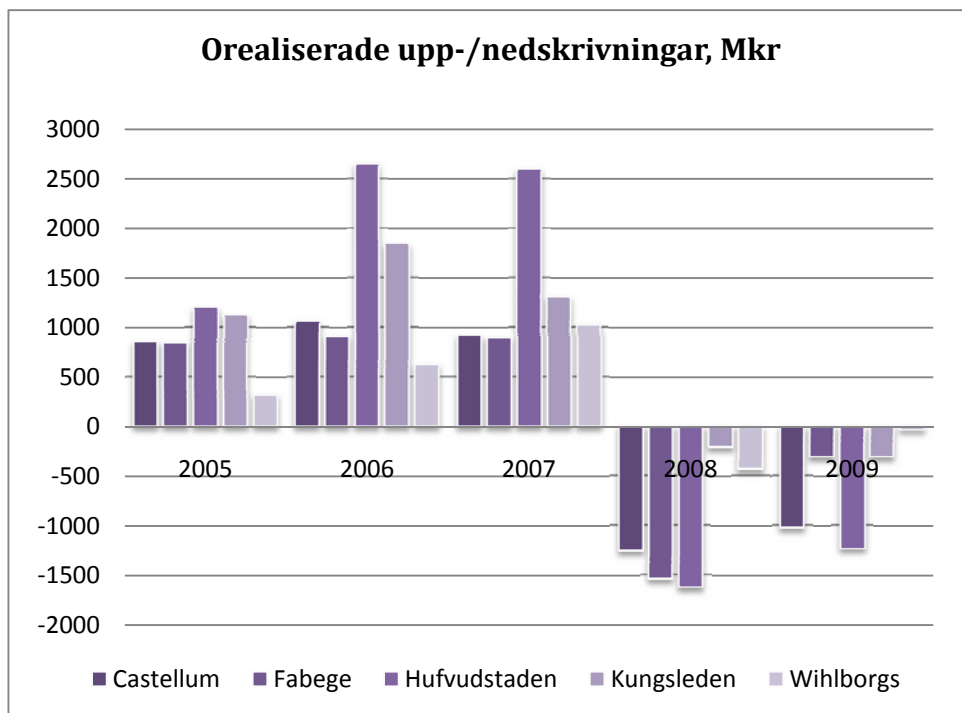
Sammanställning över kompletterande diagram som har bidragit till analysen.



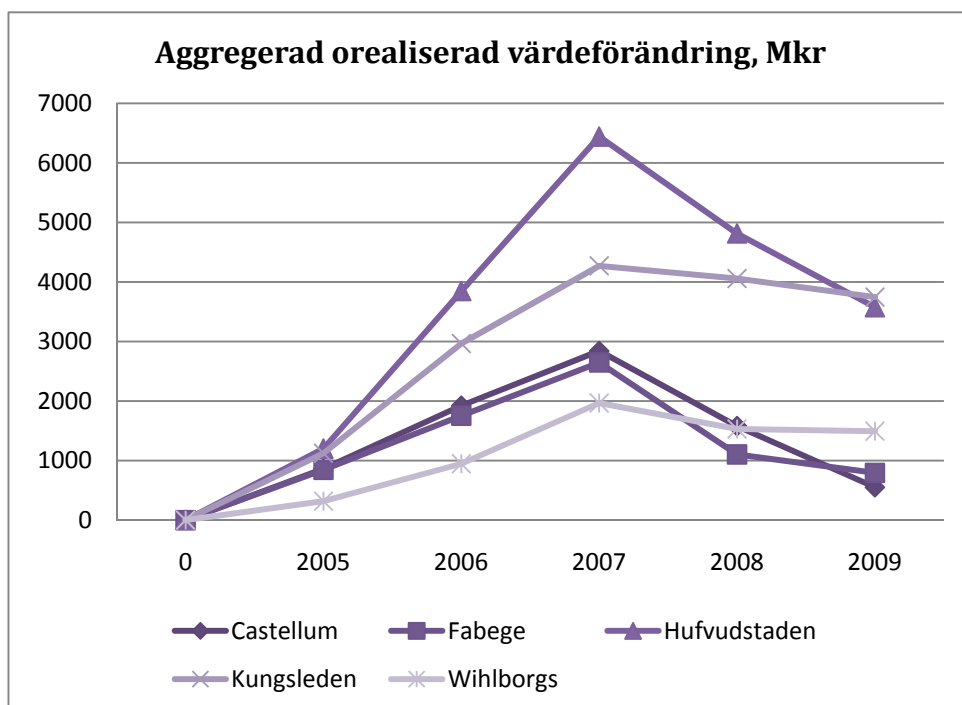
Soliditetsmåtets utveckling i respektive bolag mellan åren 2005–2009.



Vakansgradens utveckling i respektive bolag mellan åren 2005–2009.



Orealiserade upp- och nedskrivningar av förvaltningsfastigheter i respektive bolag mellan åren 2005–2009.



Aggregerad orealiserad värdeförändring av förvaltningsfastigheter i respektive bolag mellan åren 2005–2009.