



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Försiktighet i en oförsiktig bransch –

En studie av fastighetsbolags värdering till verkligt värde

Kandidatuppsats i Företagsekonomi
Extern redovisning & Företagsanalys
Vårterminen 2011
Handledare: Thomas Polesie

Författare: Emil Rundell 870107
Joakim Viberg 880331

Förord

Vi har under 10 veckors tid analyserat fastighetsmarknaden, bolags årsredovisningar och sökt förklaringar och samband mellan olika bolags värdering av fastigheter. Perioden har varit utmanande, spännande och framförallt väldigt lärorik. Vi har nu fått en inblick i den extremt komplexa värld som fastighetsbolagen befinner sig och även om man förstår långt ifrån allt kan vi nu bestämt hävda att vi åtminstone förstår en del.

Vi vill tacka vår handledare Thomas Polesie för sitt brinnande engagemang, hjälpsamhet och för att hela tiden ha lett oss in på nya spår och infallsvinklar för att på så sätt vidga våra vyer. Vi vill samtidigt tacka Marcus Karlsson för inspirerande diskussioner och samtal angående fastighetsbolagens värdering, deras uppbyggnad och mycket annat.

Göteborg, 31 Maj 2011

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Extern redovisning, Kandidatuppsats, VT 11

Författare: Emil Rundell och Joakim Viberg

Handledare: Thomas Polesie

Titel: Försiktighet i en oförsiktig bransch – En studie av fastighetsbolags värdering till verkligt värde

Bakgrund: Hur tillgångar skall värderas har alltid varit en av redovisningens stora frågor. Svensk redovisning, som länge varit starkt influerad av tysk redovisning, har under decennier haft försiktighetsprincipen som ledstjärna och tillgångar har hellre värderats för lågt än för högt. På senare tid har redovisningens syfte dock skiftat en aning i karaktär. När IASBs internationella regelverk trädde i kraft 2005 värderas förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Orealiserade värdeförändringar påverkar resultatet och är således av stor betydelse. Det är dock väldigt svårt att bestämma detta verkliga värde.

Syfte: Syftet med uppsatsen är att undersöka hur svenska noterade fastighetsbolags realiserade värdeförändringar har skiljt sig åt under perioden 2005-2010 och vad dessa skillnader kan bero på. Vidare syftar uppsatsen till att hitta kluster av bolag som karaktäriseras av en eller flera gemensamma nämnare där tendenser mot försiktighet och oförsiktighet kommer vara centrala.

Avgränsningar: Uppsatsen fokuserar på börsnoterade svenska fastighetsbolag som tillämpar IFRS standard IAS 40 Förvaltningsfastigheter. Urvalet består av de största svenska bolagen i kategorin. Tidsperioden 2005-2010 behandlas eftersom IFRS nya regler om tillgångsvärdering till verkligt värde trädde i kraft 2005.

Metod: En kvantitativ undersökning har genomförts och 13 fastighetsbolags årsredovisningar och delårsrapporter har utgjort materialet. En teoretisk referensram och det empiriska materialet analyseras utifrån de värdeförändringar bolagen har gjort. Uppsatsens resultat och slutsatser utmynnar i en diskussion om försiktighet och oförsiktighet i värdering och eventuella likheter och skillnader mellan bolagen.

Resultat och slutsatser: Stora skillnader i värdering mellan bolagen har hittats men två kluster utkristalliseras. Ett oförsiktigt och ett försiktigt värderande beskrivs. Flera av bolagen är svåra att kategorisera och en diskussion huruvida deras värdering ska betraktas följer. Affärsmodell och finansiell ställning tycks vara de mest konkreta förklaringsvariablerna till bolagens värdering.

Förslag till fortsatt forskning: En uppföljning om ett par år där frågan om bolagen har närmast sig en konsensus hur fastigheterna ska värderas är ett förslag. Även att komplettera uppsatsen med kvalitativa data för att belysa bolagens interna uppfattningar om värdering framförs.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 SYFTE.....	7
1.3 FRÅGESTÄLLNING.....	7
1.4 DISPOSITION.....	7
2. METOD	8
2.1 KVANTITATIV ELLER KVALITATIV ANSATS.....	8
2.2 DEDUKTION OCH INDUKTION	9
2.3 URVAL	9
2.4 DATAINSAMLING	10
2.4.1 Primärdata	10
2.4.2 Sekundärdata	10
2.4.3 Val av insamlingsmetod av data.....	10
2.5 TABELLER OCH GRAFISK FRAMSTÄLLNING	12
2.6 ANALYSMETOD	12
2.7 VALIDITET OCH RELIABILITET	12
3. TEORI	14
3.1 FRAMVÄXTEN AV EN GLOBAL REDOVISNING (IASB)	14
3.2 KONTINENTAL KONTRA ANGLOSAXISK REDOVISNING.....	14
3.3 IAS 40 - FÖRVALTNINGSFASTIGHETER.....	15
3.4 VÄRDERING TILL VERKLIGT VÄRDE.....	16
3.5 VÄRDERINGSMETODER.....	20
3.6 REDOVISNINGSTEORI.....	21
3.6.1 Kvalitativa egenskaper.....	21
3.6.2 Försiktighet och konservatism i redovisningen (Försiktighetsprincipen).....	23
3.6.3 Realisationsprincipen	24
3.6.4 Matchningsprincipen	24
3.6.5 Kongruensprincipen	25
4. EMPIRI	26
4.1 BOLAGSÖVERSIKT.....	26
4.2 OREALISERADE VÄRDEFÖRÄNDRINGAR.....	27
4.3 BELÅNINGSGRAD	33
4.4 FÖRVALTNINGSRESULTAT	34
5. RESULTAT & ANALYS	36
5.1 FÖRSIKTIGT VÄRDERANDE BOLAG.....	36
5.2 OFÖRSIKTIGT VÄRDERANDE BOLAG	38
5.3 FÖRSIKTIGA ELLER OFÖRSIKTIGA?	40
5.3.1 Kungleden.....	40
5.3.2 Wihlborgs	40
5.3.3 Sagax.....	41
5.4 SVÄRDEFINIERADE BOLAG	41
5.4.1 FastPartner.....	41
5.4.2 Balder	42
5.4.3 AtriumLjungberg.....	42
5.5 FÖRKLARINGSVARIABLEROCH SAMBAND	43
5.6 VIDARE ANALYS	45
6. SLUTSATSER	48
6.1 SVAR PÅ FRÅGESTÄLLNING	48
6.2 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER	50

6.3 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....	51
7. REFERENSER	52
BILAGA 1.....	55
BOLAGEN I SIFFROR (MKR)	55

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Hur tillgångar skall värderas har alltid varit en av redovisningens stora frågor. Svensk redovisning, som länge varit starkt influerad av tysk redovisning, har under decennier haft försiktighetsprincipen som ledstjärna och tillgångar har hellre värderats för lågt än för högt. På senare tid har redovisningens syfte dock skiftat en aning i karaktär. En mer relevant och jämförbar redovisning har nu tagit över stafettpinnen efter den försiktiga. När IASBs internationella regelverk trädde i kraft 2005 har denna trend bara förstärkts. Alla noterade koncerner i Sverige måste nu följa dess regelverk och när det gäller fastighetsbolagen har den största förändringen varit värderingen av fastigheter till verkligt värde. Det mest uppenbara problemet är just detta, det verkliga värdet. Vad är egentligen ett verkligt värde? Den teoretiska definitionen säger att det verkliga värdet är nuvärdet av framtida kassaflöden. Det är också med utgångspunkt från denna definition som de flesta fastighetsbolag värderar sina fastigheter. När man värderar sina fastigheter med hjälp av ett diskonterat framtida kassaflöde uppstår dock en rad problem, förutom då det faktum att man kan vara säker på att det är fel. Beroende på små differenser i den modell som används, exempelvis i diskonteringsräntan, kommer utfallet påverkas i mycket stor grad. Med detta i bakhuvudet tar det inte lång tid att inse att bolagen själva har mycket stor potential att kontrollera dessa värden beroende på vilka incitament som för tillfället finns. Det är också enkelt att dra slutsatser om att den försiktiga redovisningen inte längre prioriteras. I denna svärm av pengar, verkliga värden och redovisningsprinciper borde det dock finnas bolag som är mer försiktiga än andra, frågan är bara vad som karaktäriserar ett försiktigt bolag?

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur svenska noterade fastighetsbolags orealiserade värdeförändringar har skiljt sig åt under perioden 2005-2010. Vidare syftar uppsatsen till att hitta kluster av bolag som karaktäriseras av en eller flera gemensamma nämnare där tendenser mot försiktighet och oförsiktighet kommer vara centrala.

1.3 Frågeställning

- Hur skiljer sig fastighetsbolagens orealiserade värdeförändringar åt under perioden 2005-2010 och vad kan detta bero på?
- Finns det bolag som är försiktiga respektive oförsiktiga?

1.4 Disposition

I nästkommande kapitel kommer den teoretiska referensramen för rapporten presenteras. Huvuddelarna av teorin består av en beskrivning av framväxten av en global redovisning och hur den påverkar fastighetsbolagen, följt av förklaring av verkligt värde och avslutas med en redovisningsteoretisk del. Under redovisningsteorin kommer försiktighetsprincipen och dess historiska och nutida betydelse belysas och principen i sig kommer vara central. I metodavsnittet, som följer efter den teoretiska referensramen, kommer den ansats som valts beskrivas men också argumenteras för varför just denna metod har valts. Detta följs av en beskrivning av de data som använts för den efterföljande analysen. Efter metodavsnittet kommer den empiriska delen av rapporten att presenteras. Här kommer de data som insamlats och bearbetats att presenteras. Dessa data utgörs till stor del av beskrivningar av och jämförelser mellan bolagens orealiserade värdeförändringar som också är centrala för hela rapporten. Empirin mynnar sedermera ut i en analys där kluster av bolag kommer att presenteras och slutsatser kommer till sist dras utifrån dessa kluster och om vilka bolag som kan betraktas som försiktiga respektive oförsiktiga.

2. Metod

2.1 Kvantitativ eller kvalitativ ansats

En kvalitativ metod ämnar till att undersöka på djupet och söka efter sammanhang och strukturer. Man försöker beskriva företeelsen man undersöker och även söka förståelse. Ostrukturerade observationer, så som djupintervjuer, är en vanlig undersökningsmetod. En kvalitativ ansats möjliggör undersökaren att erhålla en helhetsbild och således kunskap om sociala processer och kontexter. Med en kvalitativ metod vill man hitta det avvikande och säregna hos undersökningsobjekten. Man kan alltså få en bredare förståelse men det kan vara svårt att jämföra, exempelvis, olika intervjupersoner med varandra (Holme & Solvang, 1997).

En kvantitativ metod ämnar istället till att möjliggöra generaliseringar och går på bredden, snarare än på djupet. Man letar efter det representativa hos undersökningsobjekten och en förklaring snarare än förståelse. Strukturerade observationer är karaktäriserande och metoder som enkäter eller statistiska undersökningar är utmärkande. Man försöker hitta gemensamma nämnare och göra generaliseringar utifrån de insamlade data (ibid).

Denna rapport utgår ifrån en kvantitativ ansats. Den kvantitativa ansatsen har valts då vi genom analys av ett stort antal observationer skall försöka skapa oss en generell bild av bolagen och hitta samband mellan dessa. En av fördelarna med detta är att de data som ligger till grund för analysen kommer vara objektiv och neutral (Ejvegård, 2009). Vi anser att en kvalitativ ansats inte var något alternativ då syftet med rapporten, att skapa en generell bild och hitta övergripande samband, inte hade kunnat uppfyllas. Alternativet hade varit att med en kvalitativ del stödja den kvantitativa delen men vi anser att relevansen och reliabiliteten inte hade stärkts nämnvärt av en sådan komplettering. Den enbart kvantitativa ansatsen har även avskärmat oss från de problem med subjektivitet som en kvalitativ ansats, i form av exempelvis intervjuer, hade medfört. Det är problematiskt med interaktionen med exempelvis en intervjuperson och informationens pålitlighet blir svår att avgöra (Holme & Solvang, 1997).

2.2 Deduktion och induktion

Uppsatsen ämnar relatera teori och empiri till varandra. Detta görs i en analys av de två delarna. För att angripa detta finns främst två arbetssätt, deduktion och induktion. Ett deduktivt arbetssätt handlar om att utifrån befintliga teorier dra slutsatser om separata fenomen. Den existerande teorin testas empiriskt i den aktuella undersökningen. Det omvända gäller vid ett induktivt arbetssätt. Då kan forskaren undersöka fenomenet utan att utgå från en tidigare utarbetad teori. Det finns här en risk att det inte går att generalisera, utan undersökningen beskriver endast ett enskilt fall. Forskaren kan formulera en egen teori utifrån undersökningen (Patel & Davidson, 1994). Ett deduktivt arbetssätt kan liknas med bevisandets väg och ett induktivt arbetssätt med upptäckandets väg (Holme & Solvang, 1997).

Vi har utgått från ett deduktivt arbetssätt då vi kopplar teoretiska ramverk, som IASB:s regelverk, och använder tidigare forskning, främst i form av vetenskapliga artiklar och andra typer av undersökningar gjorda på området till vår empiriska undersökning. Vi ämnar dra generella slutsatser och det deduktiva arbetssättet lämpar sig då bättre.

2.3 Urval

De bolag som ligger till grund för uppsatsen är tretton av de största och noterade fastighetsbolagen i Sverige:

- Castellum
- Hufvudstaden
- Wihlborgs
- Kungsleden
- Wallenstam
- Fabege
- AtriumLjungberg
- Brinova
- Balder
- Klöver
- Sagax
- FastPartner
- Heba

Anledningen till att enbart svenska bolag har valts utmynnar i att senare kunna koppla ihop resultaten med de effekter som införandet av en globalt harmoniserad redovisning har fått och kopplingen till den svenska redovisningen blir då mest naturlig och enklast att jämföra. Alla bolagen är noterade på Stockholm OMX vilket motiveras av en större tillgänglighet av relevant information, men framförallt är det också just dessa bolag som följer IFRS ramverk för upprättande av koncernredovisning.

2.4 Datainsamling

2.4.1 Primärdata

Primärdata är data som undersökaren har tagit fram själv, antingen genom observation, intervju eller experiment (Arbnor, 1994). Det kan även vara tillgång till dokument i originalform (Holme & Solvang, 1997)

2.4.2 Sekundärdata

Sekundärdata är redan insamlad data som undersökaren tar del av. Sekundärdata som används i stor omfattning är protokoll, siffermaterial och dokument av olika slag (Arbnor, 1994).

2.4.3 Val av insamlingsmetod av data

Insamlingen av data har främst gjorts från respektive bolags årsredovisningar och utgörs således uteslutande av sekundärdata. De data som inhämtats för åren 2005-2010 är följande:

Ur balansräkning:

- Balansomslutning
- Eget Kapital
- Fastighetsbestånd
- Finansiella Derivat
- Uppskjuten skatteskuld

Ur resultaträkning:

- Driftsnetto
- Finansnetto
- Centrala Administrationskostnader
- Orealiserade värdeförändringar

Vid analys har data antingen använts som rena poster ur de finansiella rapporterna, och då benämns i kronor, eller som underlag för ytterligare analysvariabler. De analysvariabler som indirekt är kopplade till data ur de finansiella rapporterna är följande:

- Net Asset Value (NAV) = Eget Kapital + Finansiella Derivat + Uppskjuten Skatteskuld
- Belåningsgrad = (Balansomslutning - NAV) / Balansomslutning
- Förvaltningsresultat = Driftnetto - Centrala Administrationskostnader + Finansnetto
- Procentuell värdeförändring = $\frac{\text{Utgående Orealiserad värdeförändring}}{\text{Ingående Fastighetsbestånd}}$
- Förvaltningsresultat/Eget Kapital
- Ned-/Uppskrivning % = $\frac{\sum \text{Nedskrivningar}_{2005-2009}}{\sum \text{Uppskrivningar}_{2005-2009}}$

Att samla in primärdata av den naturen vi behövt för vår undersökning hade varit komplicerat på grund av svårigheter att ta del av företags interna system för ekonomistyrning och utformande av finansiella rapporter. Det främjar även vårt syfte att vi använda oss av sekundärdata i form av årsredovisningar och annan finansiell information tillgodosedda av företagen, eftersom redovisningen är tänkt att vara objektiv och avspegla verkligheten. Den ska även vara utformad för användare som kan tänkas analysera och jämföra företag emellan (Smith, 2006).

Den parametern som rent tekniskt skiljer sig från de andra är den vi benämner som volatilitet i värdeförändringar (se Figur 4.7). Volatiliteten är densamma som standardavvikelsen i värdeförändringarna. Standardavvikelsen är ett ofta använt och viktigt mått som beskriver hur data fördelas i förhållande till medelvärdet (Holme & Solvang, 1997).

2.5 Tabeller och grafisk framställning

När det gäller utveckling över tid, exempelvis värdeförändringar på fastigheter, har vi använt oss av linjediagram (se Figur 4.3 och Figur 4.4) för att tydligare se förändring över tid med flera företag i samma diagram. När det exempelvis gäller genomsnittliga förändringar har vi använt oss av stapeldiagram (se Figur 4.5). Hårddata kan på ett överskådligt sätt presenteras i tabeller och diagram över långa tidsperioder och få med utförlig information jämförelsevis. Lättöverskådliga framställningar av stora mängder data möjliggör även för läsaren att tolka informationen på ett eget sätt (Ejvegård, 2009). Vi använder oss av dessa metoder eftersom de just på ett enkelt och lättöverskådligt sätt visar på skillnader mellan företagen gällande de olika parametrar vi undersöker.

2.6 Analysmetod

I rapportens analys kommer den teoretiska referensramen ställas mot de resultat som den empiriska delen utmynnar i. De empiriska data som inhämtats kommer jämföras över tid mellan de olika bolagen för att på så sätt skapa en generell bild över bolagens värdering och samtidigt ge indikationer på vilka bolag som på ett eller flera sätt liknar varandra och således ingår i ett visst "kluster". Dessa kluster skall representera försiktighet respektive oförsiktighet i bolagens värdering av fastigheter. Trots att vi har utgått från en kvantitativ ansats har vi avstått från att göra statistiska undersökningar för att hitta samband. Vi kunde valt att göra regressionsanalyser för att försöka hitta samband, men vi anser inte att det skulle tillföra väsentligt till vår undersökning. Regressionsanalyser kan visa på samband mellan variabler men det säger ingenting om "orsak-verkan-samband" (Gustavsson, 2004)

2.7 Validitet och reliabilitet

Reliabilitet och validitet är två aspekter som beskriver kvaliteten på en undersökning. Att informationen är reliabel innebär att den är pålitlig och att likadana oberoende undersökningar skulle komma fram till ungefär samma resultat. En viktig del är att kontrollera de data som matas in i olika modeller. Det räcker dock inte med att tillgodose reliabiliteten utan informationen måste även vara inneha validitet. Det innebär att informationen mäter det som den avser att mäta. Informationen måste vara anpassad utifrån frågeställningen och undersökningens syfte (Holme & Solvang, 1997). Validiteten i vår undersökning anser vi är stark. Detta baserar vi på att de data vi

använder som grund för undersökningen, de orealiserade värdförändringarna, är företagens redovisade sådana. Det kan självklart argumenteras mot att de inte är valida och korrekta ur ett ekonomiteoretiskt perspektiv. De är dock valida för vår undersökning då syftet med den är att undersöka företagens egna värderingar av sina fastigheter. Även de data vi samlat in från företagens årsredovisningar och finansiella rapporter är deras egna framtagna siffror som även de främjar vårt syfte. Reliabiliteten i dessa data anser vi även den vara god. Informationen som ges av företagen om deras finansiella ställning och deras värdering är ämnad för användare som kan tänkas vara sådana som oss. Den ska tillgodose de kvalitativa egenskaperna för redovisning och bör vara tillförlitlig och objektiv.

3. Teori

3.1 Framväxten av en global redovisning (IASB)

IASB (International Accounting Standard Board) är framväxt från IASC (International Accounting Standard Committee) som grundades 1973 i London. Ursprungligen bestod kommittén av revisorsorganisationer från nio länder och deras syfte var att skapa en mer harmoniserad global redovisning. IASC hade dock under en lång tid relativt underordnad betydelse och organisationen sågs inte som en sund normsättare (iasplus.com, 2011-05-30).

IASC kom att ombildas 2001 och IASB bildas. Den nya organisationen skulle karaktäriseras av bredare representation, ökat oberoende och en ökad öppenhet. IASB består numera av 15 ledamöter som alla ska bidra med olika sorters kompetens för att på så sätt skapa en så bred expertis som möjligt. Personer både från den akademiska världen och från näringslivet är representerade (ibid). Från och med 2005 skall alla noterade bolag inom EU upprätta koncernredovisning i enlighet med de standarder som utfärdats av IASB. Man kan säga att detta var den händelse som verkligen var det första stora steget mot en harmoniserad global redovisning. För Sveriges del var det dock så att redan innan 2005 var redovisningsrådets rekommendationer, som dittills varit normsättare inom svensk koncernredovisning, till stor del rena översättningar av IASB:s standarder (Smith, 2006).

3.2 Kontinental kontra anglosaxisk redovisning

Inom den kontinentala redovisningstraditionen ingår Västeuropa, förutom Storbritannien, Holland och Irland. Den anglosaxiska gruppen utgörs av dessa tre länder samt USA. De stora skillnaderna mellan traditionerna grundar sig i olika civilrättsliga traditioner. Den kontinentala traditionen har varit starkt legalistisk, och bygger till stor del på lagar, medan den anglosaxiska snarare byggt på sedvanerätt (Smith 2006).

Utvecklingen och traditionerna har till stor del byggt på hur ägarstrukturen i bolagen

har sett ut. De stora bolagen inom den kontinentala traditionen har länge haft staten, banker eller familjer som ägare och det är således dessa intressen som prioriterats i redovisningen. Vidare utveckling, med tanke på det starka civilrättsliga och statliga inflytandet, har traditionen också haft stark koppling till skattelagstiftning och skatteverkens intressen har även de prioriterats. Storföretag inom den anglosaxiska traditionen har till stor del varit börsnoterade och således haft en mycket större spridning i sina ägare. På grund av bristen på tillgänglig information för ägarna har redovisningen därför varit mer benägen att tillgodose aktiemarknadens, och då indirekt ägarnas, intressen (ibid).

När det kommer till värdering av tillgångar har de två traditionerna skiljt sig åt. Den kontinentala, som alltså varit starkt kopplad till beskattning, har ofta använt sig av värdering till lägst tillåtna värde, för att på så sätt skjuta upp skattebetalningar. Inom den kontinentala traditionen har värderingen alltså länge kännetecknats av försiktighet. Med tanke på att den starka kopplingen till beskattning inte funnits inom den anglosaxiska traditionen har utvecklingen här tagit en annan väg. För att på så bra sätt som möjligt tillgodose information åt aktiemarknaden har värderingen snarare grundat sig i "true and fair", vilket numera också verkar bli mer aktuellt för den kontinentala redovisningen, när IASBs regelverk har trätt i kraft. (ibid)

3.3 IAS 40 - Förvaltningsfastigheter

IAS 40 är den standard från IASB som reglerar redovisning och värdering av förvaltningsfastigheter. Syftet med standarden är *"att ange hur förvaltningsfastigheter ska behandlas i redovisningen samt vilka upplysningar som krävs"* (IAS 40, Punkt 1). Det som definieras som förvaltningsfastigheter är fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa. I detta innefattas alltså inte fastigheter som innehas för produktion och tillhandahållande av varor eller tjänster, lagring eller administrativa ändamål. Dessa fastigheter benämns istället av IAS 40 som rörelsefastigheter (IAS 40, Punkt 5).

Det mest centrala i IAS 40 är bestämmelserna om redovisningen av förvaltningsfastigheternas värde. Vid första redovisningstillfället skall fastigheterna tas

upp till anskaffningsvärde (IAS 40, punkt 20) och efter detta kan företagen välja att antingen redovisa fastigheterna till anskaffningsvärde eller verkligt värde. Om fastigheterna tas upp till anskaffningsvärde måste dock upplysningar om ett verkligt värde lämnas i en not. Oberoende av vad man väljer skall alla fastigheter redovisas enligt samma princip (IAS 40, punkt 30). Om man värderar till verkligt värde finns inga bestämmelser på att detta måste göras externt av oberoende värderingsmän, även om det uppmuntras (IAS 40, punkt 32).

Verkligt värde definieras i standarden som *“det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs”*(IAS 40, punkt 5). Standarden säger också att *“det bästa uttrycket för ett verkligt värde erhålls från aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter, med samma läge och i samma skick...”* (IAS 40, punkt 45) Det värde som IAS 40 här beskriver är alltså en typ av marknadsvärde. Om aktuella priser på en aktiv marknad saknas kan nuvärdet av framtida betalningsströmmar användas för att uppskatta det verkliga värdet (Punkt 46) Det är dock så att om ett företag anser att det verkliga värdet inte kan fastställas på ett tillförlitligt sätt skall företaget värdera sina fastigheter enligt anskaffningsvärdemetoden som beskrivs i IAS 16 Materiella anläggningstillgångar (IAS 40, punkt 53)

Förutom att fastigheternas värdeförändringar kommer tas upp i balansräkningen kommer också den vinst eller förlust som uppkommer i samband med en förändring i det verkliga värdet redovisas över resultaträkning för den period den är hänförlig till (Punkt 35). En konsekvens av detta blir att man inte behöver redovisa avskrivningar och nedskrivningar över resultaträkningen (Smith 2006).

3.4 Värdering till verkligt värde

Penman (2007) beskriver återkommande fördelar och vanliga argument för verkligt värde i redovisningen. De främsta användarna anses vara investerare på aktiemarknaden och de är intresserade av värde, inte historiska kostnader (anskaffningsvärde för fastigheten). Fastigheternas historiska priser förlorar över tid relevans och verkliga värden anses bättre avspegla dagens verklighet och det “sanna”

ekonomiska värdet. Det verkliga värdet bidrar med uppdaterad information om fastigheternas värde, och bolagets finansiella status. Verkliga värden anses även teoretiskt vara ett oberoende marknadsått som är fristående från enskilda företag, alltså ett opartiskt ått. Det bokförda värdet på fastigheterna blir då det samma som det verkliga värdet på dem. Resultaträkningen förmedlar information om risk och problematik med stewardship från ledningen i och med att orealiserade värdeförändringar påverkar resultatet.

Marton (nr 6-72008) påvisar även att fastigheter ofta innehas under lång tid och aktuella värden kan skilja sig mycket från anskaffningsvärden.

Det finns dock en rad problem med värdering till verkligt värde. IAS 40 definierar verkligt värde som ett marknadsvärde (se definition ovan) men det är definitivt inte lätt att bestämma ett marknadsvärde på en förvaltningsfastighet. Det går också att ifrågasätta vad värde egentligen är. Ett marknadsvärde kan självklart vara korrekt om någon är villig att betala en summa för en tillgång, oavsett hur orimligt det än kan vara. Den ekonomiskt teoretiska definitionen av en tillgångs värde är nuvärdet av framtida kassaflöden, alltså det verkliga ekonomiska värdet som en tillgång kommer tillföra företaget. Den verkliga diskonteringsräntan eller framtida kassaflödena känner vi dock inte till. Vid svårigheter med dessa metoder kan en annan metod användas, en modell som antas vara allmän praxis. Detta ställer frågan om det är relevant information som redovisas (Marton, nr 3 2008)

När en fastighet säljs för en viss summa har den självklart ett givet värde men oftast innehas fastigheter under en lång tid. Enligt IFRS är det verkliga värdet oberoende av vem som äger tillgången, det är istället marknadens prissättning som gäller. Tidigare forskning på området visar dock att det inte är fullt så enkelt i praktiken. För tillgångar där det inte finns en aktiv marknad, som kan sägas gälla för förvaltningsfastigheter, och modeller och antaganden ligger till grund för värderingen visar forskningen att tillförlitligheten blir lidande. Subjektivitet i uppskattningar och antaganden i beräkningarna av verkliga värden är således ett problem då ledningens incitament till att redovisa ett visst värde istället kan vara avgörande. För användare av redovisningen avses, som sagt, dock oftast aktiemarknaden och verkligt värde gör då informationen mer relevant eftersom den är både aktuell och lämpar sig som bäst som

beslutsunderlag (Marton, nr 6-7 2008).

Vid värdeförändringar på tillgångar så som värdepapper kan man se en reell förändring, exempelvis att räntor och betalningar förändras (Marton, nr 3 2008). Men vid värdering av fastigheter kan man inte riktigt se detta på samma sätt. Samma fastigheter på samma plats kan skilja väsentligt i värde på kort tid. Detta påverkar i sin tur resultatet men inga pengar tillkommer eller försvinner från kassan. Penman (2007) beskriver också att verkliga värden för, via resultaträkningen, in prisbubblor i balansräkningen vilket ökar inkomsten, trots att inget reellt kassaflöde finns. Detta blir mest påtagligt och har störst inverkan när man betraktar en långsiktig portfölj, vilket fastigheterna i fastighetsbolagen definitivt är.

Eftersom fastighetsmarknaden saknar en aktiv marknad, till skillnad från exempelvis finansiella instrument, räknas alltså det verkliga värdet på fastigheterna ut genom uppskattningar och modeller av experter inom och utanför företaget. Kvalitén på modellerna som används beror i stor utsträckning på de data som stoppas in i dem. Experterna måste göra uppskattningar av framtida kassaflöden och diskonteringsräntor. Detta medför oundvikligen en viss subjektivitet och osäkerhet till värdering till verkligt värde och tillförlitligheten blir då återigen ett problem. Vidare saknas även tydliga och klara riktlinjer från IAS 40 gällande vilka parametrar som bör användas i dessa modeller (Nellesen, 2010).

Hitz (2007) menar att värdeförändringars påverkan på resultatet ökar volatiliteten i densamma och gör det svårare att göra prognoser. Det ökar även risken att förvrängda och missvisande resultat redovisas på grund av den subjektivitet som spelar stor roll i värderingen till verkligt värde.

Värderare har i forskningen också visats ha dåliga uppfattningar om verkliga värden och marknadsvärden på fastigheterna och verkliga värden ökar risken för opartiska värden i balansräkningar (Nellesen, 2010). Detta är kopplat till belåningsgrad för fastighetsbolag som redovisar utifrån IAS 40. Studier har visat att hög belåningsgrad medför låga avvikelser i värdeförändringar på fastigheterna. En möjlig förklaring som framförs är att större kontroller från långgivare görs i bolag med hög belåningsgrad,

vilket medför mer transparent redovisning av verkliga värden (ibid).

En annan förklaring kan vara att en lägre belåning och således starkare finansiell ställning gör att bolag med den karaktären klarar av större värdeförändringar. Bolag med hög belåning kan då akta sig för att skriva ner sina fastigheter (von Koch, 2008). Lindvall och Isacson (2010) menar, även de, att svaga finanser (hög belåningsgrad) gör att bolag inte är lika villiga att skriva ner fastigheterna i samma utsträckning som ett bolag med starka finanser klarar av att göra.

Lorentzon (2011) ifrågasätter användningen av verkligt värde inom fastighetsbranschen då han betvivlar tillförlitligheten i tillämpningen. Han framför vidare att det råder oklarhet huruvida det är företagens egna uppfattningar om fastigheternas värde, färgade av olika incitament från ledningens sida, som redovisas. De svåra antaganden som görs i beräkningar kan ge en vilseledande redovisning som inte lämpar sig bra för jämförelser mellan företag. Informationen antyds bli svårtydd för användare och standardisering för hur posterna ska redovisas i balans- och resultaträkning efterlyses.

Som tidigare beskriven forskning även kommit fram till menar Lorentzon (2011) att det finns en stor risk att subjektivitet har inverkan på värderingen. Dessutom föreligger en fara för ren manipulation vid värdering till verkligt värde.

Lorentzon (2011) jämför i sin studie två branscher där tillgångar värderas till verkligt värde, skogs- och fastighetsbranschen. Han för fram att skogsbranschen har ett långsiktigt intresse i sina tillgångar och inte är intresserade av att sälja sin skog. De är därför försiktiga i sin värdering av tillgångarna. Fastighetsbolagen har dock inte alltid samma fokus. Redovisningen är inte lika jämförbar och exempelvis kan ett transaktionsbenäget bolag vara mer intresserade av att redovisa höga värden än ett företag som är inriktad på långsiktigt ägande. Som transaktionsbenäget bolag nämner Lorentzon (2011) Kungsleden.

3.5 Värderingsmetoder

IAS 40 beskriver två övergripande metoder för en uppskattning av det verkliga värdet. Det bästa uttrycket skall komma från aktuella priser från aktiv marknad, och om detta inte finns att tillgå kan man använda nuvärdet av framtida betalningsströmmar (IAS 40, punkt 45).

Generellt sett finns det tre övergripande metoder för värdering av fastigheter i Sverige: ortsprismetoden, nuvärdesmetoden och produktionskostnadsmetoden. Ortsprismetoden benämns som en direkt metod, medan nuvärdesmetoden och produktionskostnadsmetoden benämns som indirekta. (LMV, 2002). Dessa kan också kopplas till de tre övergripande metoderna som beskrivs i *SFAS157 - Fair Value Measurements: Comparable Sales Approach, Income Approach och Cost Approach*. Ortsprismetoden utgår ifrån priser som betalats för likartade eller identiska fastigheter inom ett visst område och ort. Nuvärdesmetoden utgår ifrån nuvärden på förväntade framtida avkastningar. Det vanligaste vid användning av den här metoden är att värdering sker utifrån en nuvärdesberäkning av framtida betalningsströmmar, en så kallad kassaflödesbaserad modell. Vid användning av produktionskostnadsmetoden görs först en bedömning av återanskaffningsvärdet, för att sedan justeras med hänsyn till värdeminskning och till sist läggs det uppskattade värdet för marken till. (LMV, 2002).

Vid jämförelse med IAS 40:s definition (se ovan) är det enkelt att dra slutsatsen att ortsprismetoden (Comparable Sales Approach) är den mest lämpliga. IAS 40, punkt 46, säger också att i avsaknad av aktuella priser på en aktiv marknad är nuvärdet av framtida betalningsströmmar ett alternativ för värdering. IAS 40, punkt 75 d, säger att företagen upplysningsvis skall lämna *"... ett uttalande avseende om fastställandet av verkliga värden stöds av faktiska transaktioner på marknaden eller om de baseras mer på andra faktorer (som i så fall skall anges) på grund av fastighetens speciella karaktär eller avsaknad av jämförbara uppgifter från marknaden."* Vid en situation där de baseras på sådana faktorer som beskrivs ovan skulle produktionskostnadsmetoden också kunna vara ett alternativ (Nordlund, 2008)

Vad gäller tillämpning av dessa metoder är det många företag som säger sig använda en kassaflödesbaserad modell, i praktiken är det dock så att de metoder som företagen benämner som kassaflödesbaserade ofta är varianter av ortsprismetoden. Bengtsson (2006) beskriver i sin bok *“Verkligt värde i balansräkningen”* också att många av de bolag som använder sig av kassaflödesbaserade modeller har uppfattningen att framtida kassaflöden faktiskt är omöjliga att beräkna med någon större säkerhet. Det är helt enkelt så att de beräkningar och antaganden som görs vid värderingen innehåller alltför många osäkerhetsfaktorer. Frågan som uppkommer är då självklart om detta är rätt väg att gå, men för att återigen knyta an till IAS 40 kan det helt enkelt vara så att det inte finns något alternativ, då priser på en aktiv marknad sällan existerar.

3.6 Redovisningsteori

Redovisningens syfte är att tillgängliggöra lämplig information för de olika externa intressenter ett företag har. Intressenterna kan exempelvis vara ägare, långivare, investerare, leverantörer, kunder eller myndigheter. Dessa har olika informationsbehov och redovisningen behöver således vara anpassad till de olika anspråken och de olika besluten intressenterna kan tänkas ta. (Smith, 2006).

3.6.1 Kvalitativa egenskaper

För att informationen ska vara användbar för intressenterna finns kvalitativa egenskaper redovisningen bör uppfylla för att tillgodose behoven (IASBs föreställningsram, 2011).

3.6.1.1 Relevans:

Den viktigaste av de kvalitativa egenskaperna anses vara relevans. Informationen som redovisningen ger ska vara relevant för beslutsfattande. Prognosrelevans innebär att informationen är relevant för att göra prognoser över företagets framtida ekonomiska prestationer och den är viktig för aktiemarknaden. Om information är lämplig för att göra kontroller av utfallen av prognoserna har den återföringsrelevans (Smith, 2006).

3.6.1.2 Begriplighet:

Informationen ska vara begriplig för användarna, som antas ha grundläggande kunskaper om affärsverksamhet, ekonomi och redovisning. Information ska dock inte utelämnas om den anses för svår för användarna att begripa (IASBs föreställningsram 2011).

3.6.1.3 Tillförlitlighet:

Informationen ska även vara tillförlitlig för användarna, med andra ord ska den inte vara subjektiv eller vilseledande utan den ska visa en korrekt bild av företagets finansiella ställning. Två aspekter på tillförlitlighet är validitet och verifierbarhet. Validitet innebär att redovisningen avbildar de aspekter av verkligheten som man avser att avbilda. Verifierbarhet innebär att man kan "bevisa" det som påstås i redovisningen med någon typ av verifikation, exempelvis fakturor.

3.6.1.4 Jämförbarhet:

Det skiljs på jämförbarhet mellan företag och över tiden. Jämförbarhet mellan företag avser att redovisningsprinciperna som används förklaras i finansiella rapporter och att liknande händelser och transaktioner redovisas på samma sätt i olika företag. Jämförbarhet över tiden innebär att likadana metoder används över en längre tidsperiod och eventuella förändringar i lagar och regler ska förklaras och redovisas. Användare måste i allmänhet kunna använda informationen till att skapa sig en jämförbar uppfattning mellan olika företag under en tidsperiod (Smith, 2006).

3.6.1.5. Avvägningar:

I vissa fall måste avvägningar mellan olika kvalitativa egenskaper göras från ledningens sida. Om offentliggörandet av en rapport drar ut på tiden förlorar den relevans men vinner tillförlitlighet. Det kan istället tänkas att relevansen i att släppa information tidigt går före tillförlitligheten i den. Denna avvägning är svår men däremot viktig. Målet måste vara att informationen ska på bästa sätt ligga till grund för ekonomiska beslut (IASBs föreställningsram, 2011).

Även nytta och kostnad måste beaktas i en avvägning vid utformningen av finansiella rapporter. Nyttan av informationen ska, i allmänhet, vara större än kostnaden att ta fram den. Det är självklart ingen lätt uppgift men budskapet är att intressenter och övriga involverade ska vara medvetna om problematiken (ibid).

3.6.2 Försiktighet och konservatism i redovisningen (Försiktighetsprincipen)

Redovisningen bygger på olika principer som främst är knutet till tillgångsvärdering. Försiktighetsprincipen innebär förenklat att det lägsta av två värden ska användas. Lägsta värdets princip för värdering av omsättningstillgångar är ett exempel på detta (Smith, 2006). Redovisning är förknippat med osäkerheter och försiktighetsprincipen säger att intäkter och tillgångar inte ska överskattas och kostnader och skulder inte ska underskattas. Principen om försiktighet har även lett till en praxis att antecipera förluster men aldrig vinster (Kam, 1990). Detta ska dock inte beaktas med överdriven försiktighet då det inte är tillåtet med medvetna underskattningar av tillgångar eller övervärderingar av skulder och så vidare. Relevansen av objektiv och rättvisande redovisning är fortfarande fundamental, framförallt inom IASB (IASBs föreställningsram, 2011).

Det är dock enkelt att se att sedan den allt mer globalt konvergerade redovisningen, och utvecklingen från *HistoricalCostAccounting* (HCA) till *Fair ValueAccounting* (FVA), har försiktighet och konservatism fått en allt mer underordnad betydelse (Torfason, 2010). När det gäller en potentiell undervärdering av tillgångar, som länge var en naturlig del av redovisningen i den kontinentala traditionen och i Sverige, så ses detta inte längre som ett bra sätt att behandla osäkerhet. Istället skall osäkerhet numera behandlas genom förändringar i antaganden och uppskattningar om framtida värden. Detta skall i sin tur ge en ökad relevans för användare av redovisningen (Hellman, 2008).

Kam (1990) beskriver ytterligare problem med försiktighet och konservatism: Om en tillgång, enligt försiktighetsprincipen, undervärderas kommer inkomsten från en försäljning eller användning av tillgången bli övervärderad i framtiden. Investerare kan även hamna i en ogynnsam situation på grund av informationsasymmetrin vid

redovisningen. Det anses allmänt känt att försiktighetsprincipen tillämpas men i vilken utsträckning är oftast oklart. Redovisningen påverkas även av subjektivitet hos företagsledning där försiktighet är starkt förankrat, ofta på bekostnad av kvalitativa egenskaper som relevans, neutralitet och jämförbarhet. Försiktighet har blivit en dominerande sinnesstämning hos revisorer, som påverkar all redovisning, som ett svar på all osäkerhet.

Kam beskriver dock också att det finns fördelar med den försiktiga redovisningen. Han menar att det finns en naturlig överoptimism hos företagsledning som enkelt överförs till balans- och resultaträkningar. Försiktigheten fungerar då som en nödvändig kontroll över detta. Det är också så att konsekvensen av "överoptimism" är större än konsekvensen av "överpessimism". Försiktigheten, som till stor del har varit till för kreditgivare (Hellman 2008) ger också kreditgivare en marginal för att undvika ett snedvridet urval när informationsasymmetri råder (Kam, 1990).

3.6.3 Realisationsprincipen

Realisationsprincipen har stort värde i redovisningen och innebär att en transaktion måste ha genomförts innan den bokförs. Det är dock en avvägning som måste göras mellan kvalitativa egenskaperna validitet och verifierbarhet. Normen är dock att försäljningen är den kritiska händelsen och intäkter, kostnader och resultat redovisas först vid den inträffade försäljningen. Vid värdering av tillgångar till anskaffningsvärde följs realisationsprincipen då det anskaffade värdet används i redovisningen, men vid andra värderingsmetoder uppstår här en konflikt. Verkligt värde tillämpas vid värdering av vissa tillgångar, bland annat för förvaltningsfastigheter, och då frångås realisationsprincipen till förmån för relevans. Fastigheter värderas till ett värde som inte realiserats, utan värdet ska alltså istället motsvara en potentiell försäljning (Smith, 2006).

3.6.4 Matchningsprincipen

Matchningsprincipen är den princip som berör frågan om när kostnader skall tas upp i resultaträkningen. En tillämpning av matchning innebär att man först hittar en intäkt och sedan matchar denna mot den kostnad som intäkten är hänförlig till (Kam, 1990).

Alltså, intäkter och kostnader som uppkommer till följd av en och samma händelse skall matchas och redovisas samtidigt (IASBs Föreställningsram, 2011). Det finns dock problem som uppstår vid matchning. Principen innebär inte bara att tidpunkten för förbrukningen av en resurs måste kunna bestämmas utan även att värdet på den förbrukade resursen måste kunna fastställas på ett korrekt sätt (Kam, 1990).

3.6.5 Kongruensprincipen

Kongruensprincipen innebär att alla förändringar i eget kapital skall redovisas via resultaträkningen. Detta kan ses som en självklar princip då det helt enkelt handlar om att en förändring i resultat också skall redovisas i resultaträkningen. Alternativet hade varit att redovisa förändringen direkt över eget kapital och det finns inga direkta förbud mot detta, men principen är till för att underlätta för användarna av redovisningen. Om förändringar i resultatet redovisas direkt över eget kapital kan förändringarna helt enkelt missas när rapporterna skall analyseras (Artsberg, 2005).

4. Empiri

4.1 Bolagsöversikt

De bolag som ligger till grund för den kvantitativa studien är 13 av de största fastighetsbolagen i Sverige, där samtliga är noterade på Stockholmsbörsen.

Figur4.1 Övergripande Affärsmodell¹

Bolag	Lång/Kort	Värde/KF	Geografisk koncentration	Segment
Castellum	Lång	KF	Nej	Kommersiell
Hufvudstaden	Lång	KF	Ja	Kommersiell
Wihlborgs	Kort	Värde	Ja	Kommersiell
Wallenstam	Kort	Värde	Ja	Komm./Bost.
Fabege	Kort	Värde	Ja	Kommersiell
Kungsleden	Lång	KF	Nej	Komm./Publ.
AtriumLj.	Lång	KF	Ja	Kommersiell
Balder	Lång	KF	Nej	Komm./Bost.
Brinova	Kort	Värde	Nej	Diversifierad
Klövern	Lång	KF	Nej	Kommersiell
Sagax	Lång	KF	Nej	Kommersiell
FastPart	Lång	KF	Ja	Kommersiell
Heba	Lång	KF	Ja	Bostäder

Lång/Kort: Avser bolagens strategiska tidshorisont.

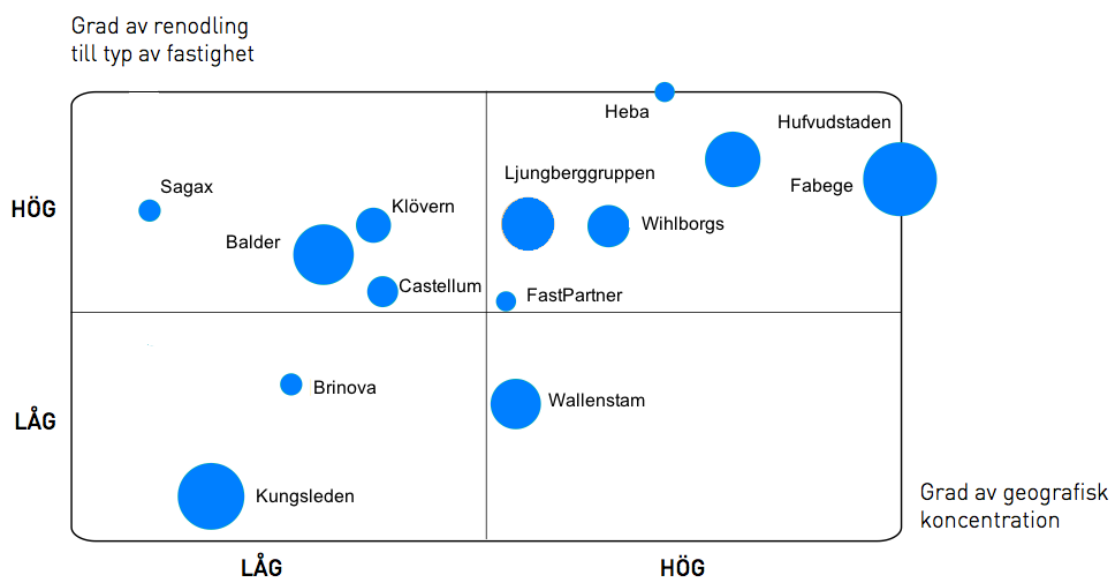
Värde/KF: Avser bolagens primära fokus vad gäller värdeskapande. "Värde" gäller om bolagens fokus ligger på att till stor del realisera värdförändringar i form av försäljning av fastigheter. KF gäller om fokus ligger på ett högt, stabilt kassaflöde från driften.

Geografisk koncentration: Avser om bolagens fastighetsbestånd är belägna inom ett eller fåtal områden.

Segment: Avser vilken typ av fastigheter bolagen främst innehar. Exempelvis kommersiella, publika eller bostäder.

¹ Från respektive bolags årsredovisning

Figur4.2 Fastigheter och geografisk koncentration²



Modellen visar på renodling till typ av fastighet, alltså vilken typ av fastigheter som utgör bolagets affärsområden, på den vertikala axeln i matrisen. Exempelvis består Hebas fastigheter i princip av endast bostäder (Årsredovisning, 2010), alltså har de en hög grad av renodling till typ av fastighet. Den horisontella axeln visar på grad av geografisk koncentration. Exempelvis har Fabege en väldigt hög koncentration till Stockholmsområdet (Årsredovisning, 2010). Storleken på bolagens cirklar är proportionerlig mot en schablonmässig uppskattning av fastighetsbeståndets marknadsvärde.

I respektive bolags årsredovisningar framgår också att alla bolag använder sig, helt eller till viss del, av nuvärden av framtida kassaflöden för att beräkna värdet på sina fastigheter.

4.2 Orealiserade värdeförändringar

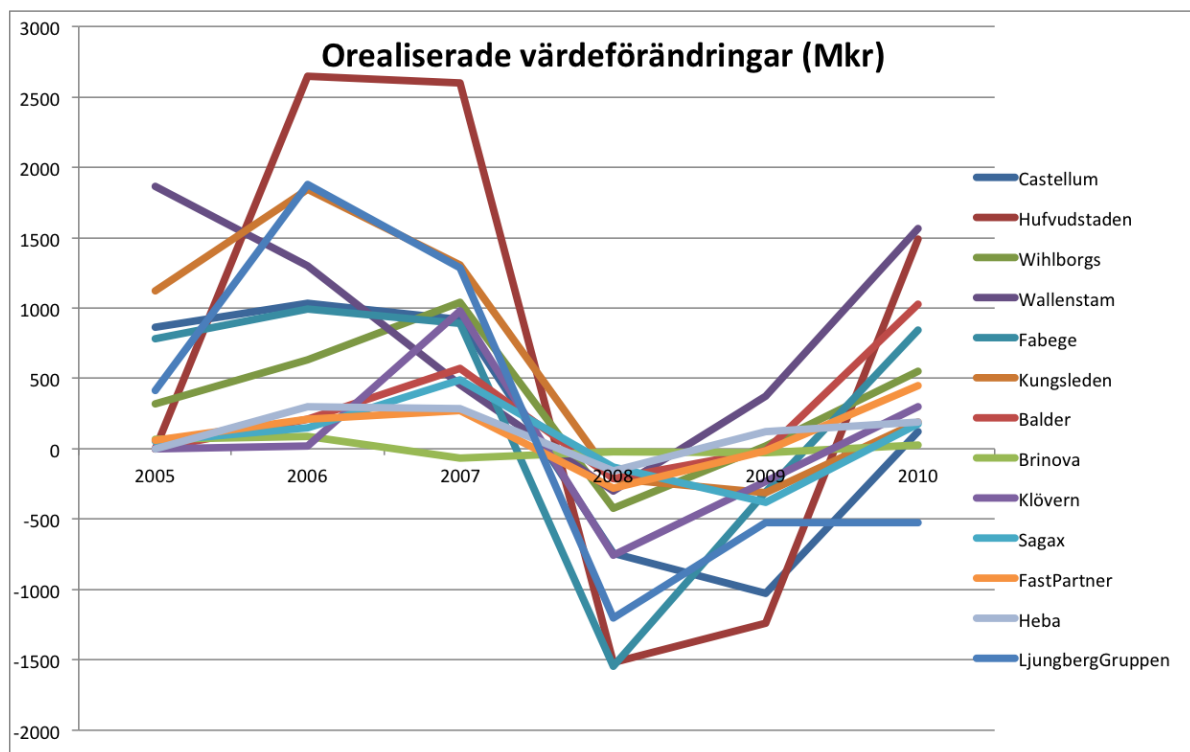
För alla 13 bolag har årliga orealiserade värdeförändringar av fastigheter insamlats mellan 2005 och 2010. Det är dessa förändringar som till följd av bolagens egen värdering av fastigheter tas upp i bolagens resultaträkning. Värdeförändringen avspeglas i balansräkningen, i form av ett högre eller lägre värde på

² Från AtriumLjungbergs årsredovisning från 2008. Modell gjord av Leimdörfer, som är rådgivare inom fastighetsbranschen.

fastighetsbeståndet, men den verkliga förändringen visas enbart i resultaträkningen. Under orealiserade värdeförändringar är alltså inte de realiserade värdeförändringarna som har uppkommit i form av försäljning av fastigheter inräknade, då dessa inte tjänar syftet att analysera bolagens värdering.

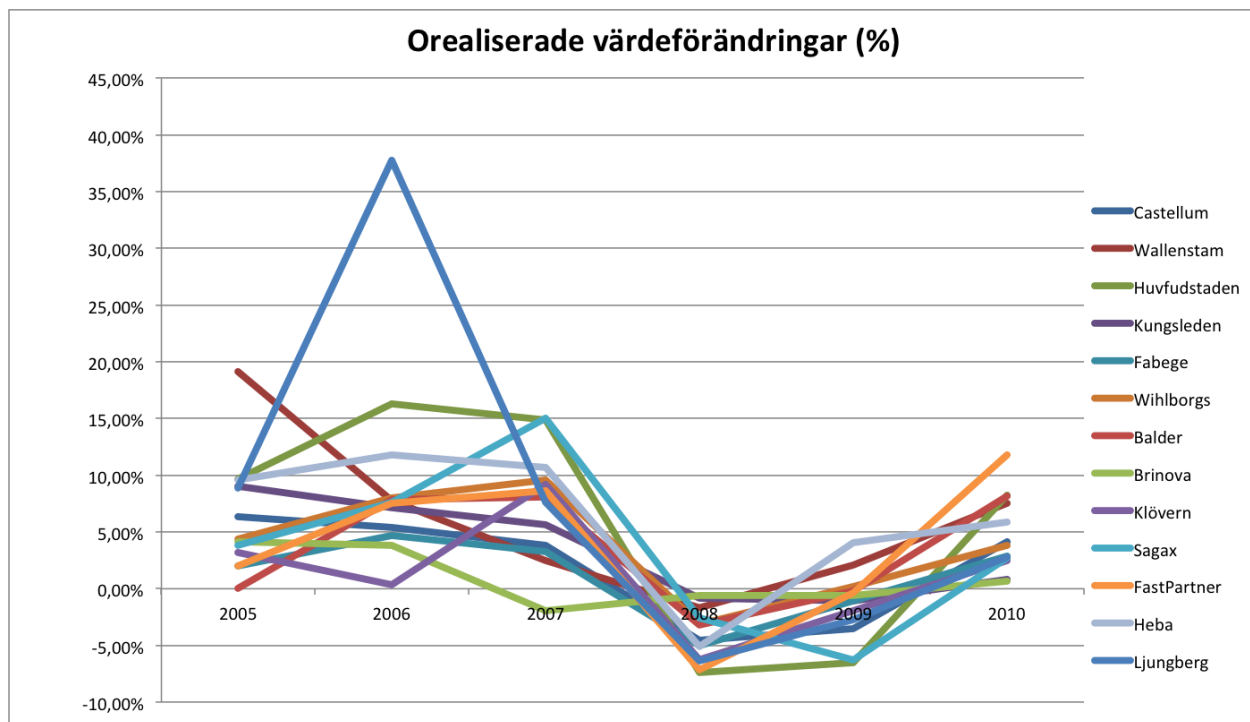
Figur 4.3 visar bolagens orealiserade värdeförändringar i miljoner kronor mellan 2005 och 2010. Figur 4.3 är svår att analysera bolag för bolag, däremot ger de en övergripande bild av hur bolagen under tidsperioden har värderat. Bolagen ser ut att stora drag vara överens om brytpunkterna för ned- respektive uppskrivning. 2005-2007 karaktäriseras av höga uppskrivningar av fastigheterna, 2008-2009 skrivs fastigheterna ner och under 2010 börjar återigen en uppskrivning att ta form. Detta är givetvis en följd av den finanskris som rådde under 2008-2009. Även om bolagen verkar vara någorlunda överens om när man bör skriva upp och skriva ner fastigheterna ser vi dock direkt att stora skillnader finns i hur bolagen värderar.

Figur 4.3 Orealiserade värdeförändringar (Mkr)



För att få fram en mer rättvis och jämförbar bild av bolagens orealiserade värdeförändringar har vi beräknat värdeförändringarna i förhållande till respektive bolags fastighetsbestånd. Den procentuella förändringen är baserad på varje års totala orealiserade värdeförändring i förhållande till det ingående fastighetsbeståndet. Figur 4.4 uppvisar samma tendenser som Figur 4.3, nämligen det faktum att bolagen under perioden följer varandra relativt mycket. En intressant aspekt, som senare belyses vidare, är att man redan här kan se stora skillnader i när nollpunkten för värdeförändringarna bryts, och vissa bolag håller sina stora nedskrivningar över två år medan vissa enbart skriver ner fastigheterna under ett. Ett bolag som verkligen sticker ut är AtriumLjungberg som under 2006 hade en värdeförändring på 37,7%. Det man kan säga om AtriumLjungberg är att i slutet av 2006 förvärvades Atrium av LjungbergGruppen (Årsredovisning 2006). AtriumLjungberg hade 2006 ett ingående fastighetsbestånd på 4,7 miljarder, ett utgående på 16,9 miljarder och det förvärvade fastighetsbeståndet uppgick till 9,8 miljarder. Tittar man närmare på deras värdeförändringar, som 2006 uppgick till 1,9 miljarder, skedde 1,7 miljarder av dessa under det fjärde kvartalet. Det finns stor anledning att tro att Atriums fastigheter var rejält, och kanske medvetet, undervärderade med tanke på stundande förvärv och det är då detta som legat till grund för den stora uppskrivningen under det fjärde kvartalet. Med tanke på att våra beräkningar grundar sig i orealiserade värdeförändringar under året i relation till ingående fastighetsbestånd blir AtriumLjungbergs siffror något missvisande. Detta tas hänsyn till i senare analys och variablerna innehållande orealiserade värdeförändringar efter 2006 kommer då få störst fokus.

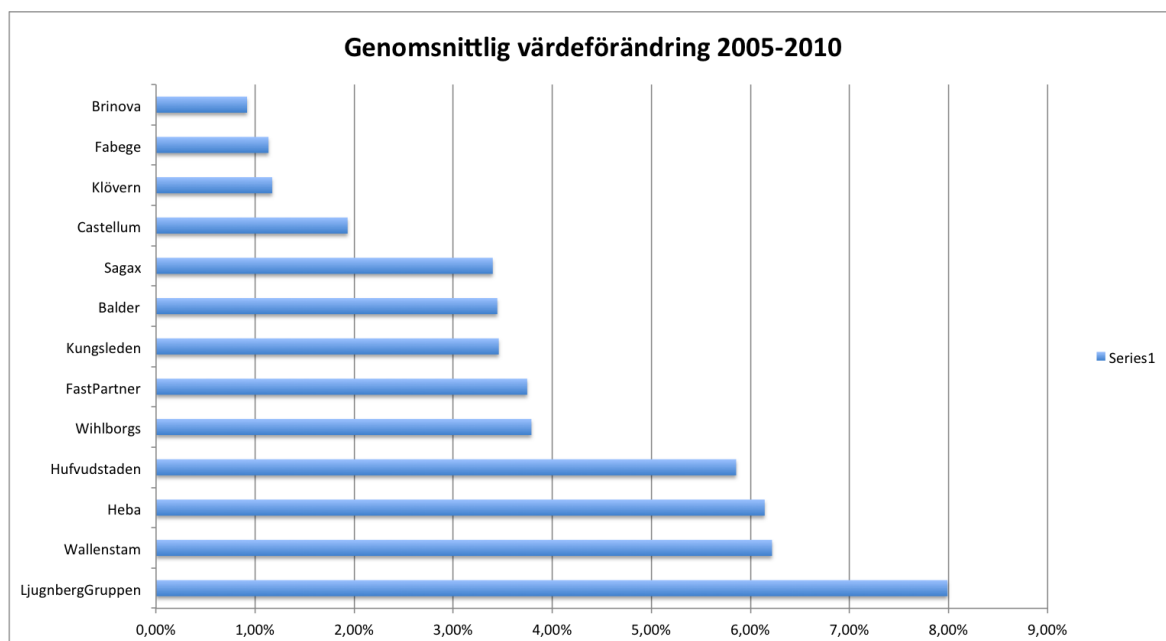
Figur 4.4 Orealiserade värdeförändringar (%)



Figur 4.3 och Figur 4.4 skall på ett översiktligt plan visa hur bolagen under perioden 2005-2010 har värderat upp respektive ner sina fastigheter. För att på ett bredare plan kunna analysera bolagen enskilt följer ett antal figurer som mer ingående kommer beskriva hur de har värderat samt andra variabler som kan hänga ihop med detta.

Figur 4.5 visar de genomsnittliga värdeförändringarna för bolagen vi studerat mellan åren 2005-2010. Om man bortser från AtriumLjungberg, som har klart högst genomsnittlig värdeförändring (8 %), utkristalleras tre ganska tydliga kluster. I topp ligger Wallenstam, Heba och Hufvudstaden med förändringar runt 6 %. Brinova, Fabege, Klövern och delvis Castellum ligger klart lägst runt 1 % (Castellum knappt 2 %). Resten av bolagen ligger, som vi ser, mellan dessa två kluster. Figur 4.5 visar helt enkelt på att de tre bolagen i topp värderat upp sina fastigheter i större utsträckning än de andra. Tvärtom gäller självklart för de i botten. De genomsnittliga värdeförändringarna avses ge en övergripande bild över hur mycket bolagen har värderat upp sina fastigheter under perioden. Det ger inte en bild av fluktuationerna i bolagens värdering, däremot ger det alltså en översiktlig bild av hur mycket bolagen har värderat upp respektive ned sina fastigheter.

Figur 4.5 Genomsnittlig värdeförändring (%) 2005-2010



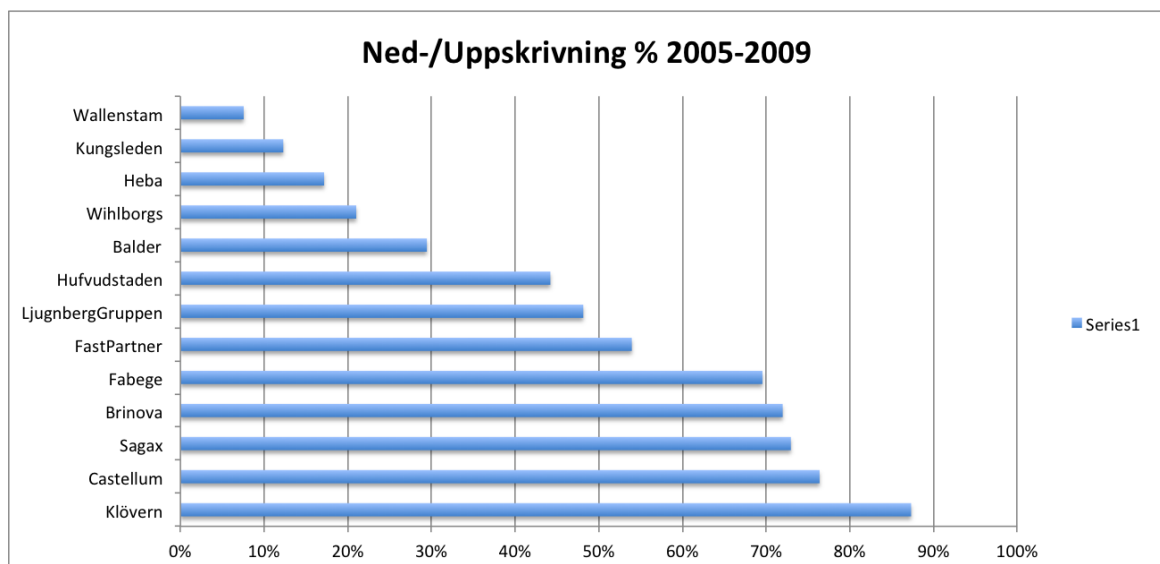
Figur 4.6 visar på i vilken utsträckning bolagen har värderat ned sina fastigheter i relation till hur de värderat upp dem. En kvot på 1 (100 %) hade alltså inneburit att nedskrivningarna hade varit exakt lika stora som uppskrivningarna. Figur 4.6 är som stöd och komplement till Figur 4.5, som egentligen belyser samma fråga men ur en annan synvinkel. Man kan även se att i stora drag har variablerna ett inverterat samband. Hög genomsnittlig värdeförändring innebär ofta en låg "ned-/uppskrivningsprocent" och vice versa. Wallenstam, och Heba, med hög genomsnittlig värdeförändring, har också mycket låga nedskrivningar. Castellum, Klöver och Brinova, med låg genomsnittlig värdeförändring, har också en mycket hög nedskrivning. Det finns dock bolag som inte följer ovan nämnda samband och AtriumLjungberg är det tydligaste exemplet på detta. Att AtriumLjungberg inte följer sambandet beror framförallt på att ned-/uppskrivningar är beräknade på faktiska siffror, medan genomsnittlig värdeförändring är en procentuell utveckling med hänsyn till fastighetsbeståndet. Deras nedskrivningar i kronor är relativt jämna (se bilaga 1) medan det är fastighetsbeståndet som har förändrats, framförallt på grund av det tidigare nämnda förvärvet av Atrium.

Om man tittar närmare på ytterligheterna skiljer sig dessa avsevärt åt. Wallenstams

nedskrivningar, som uppvisar den lägsta kvoten, motsvarar enbart 8 % av deras uppskrivningar. Klöverns nedskrivningar, som uppvisar högst kvot, motsvarar å andra sidan 87 % av sina uppskrivningar.

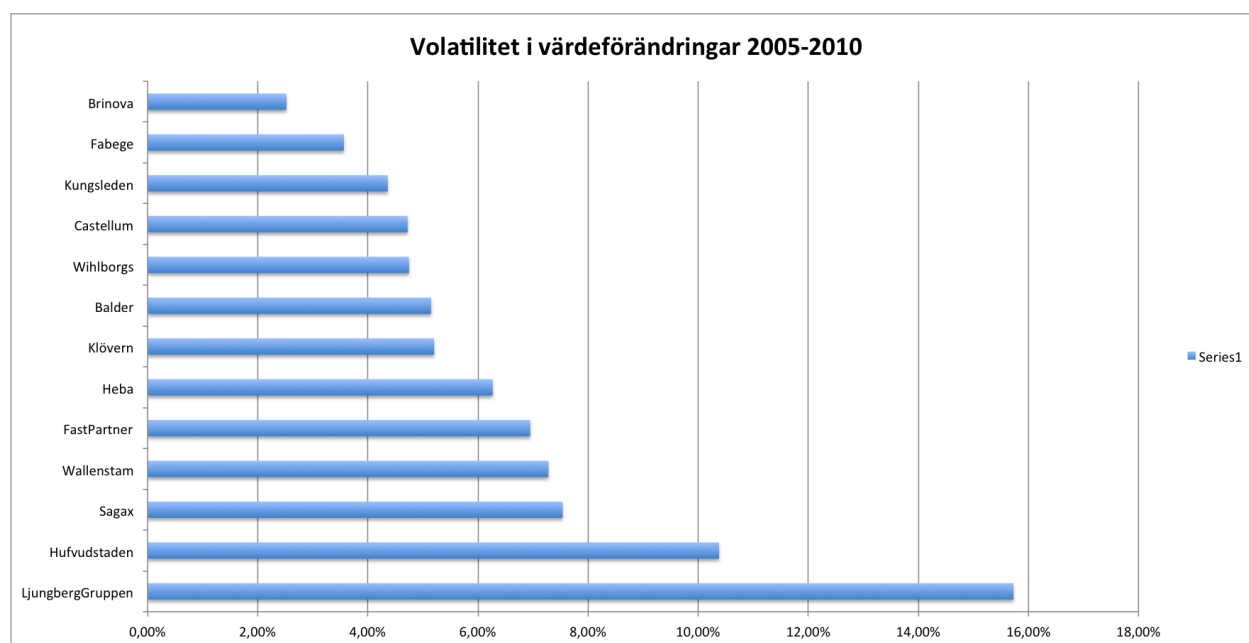
Tidsperioden 2005-2009 (till skillnad från 2005-2010) har valts eftersom det bättre avspeglar två olika skeenden innan och efter en tydlig brytpunkt, som var finanskrisen 2007. Innan 2007 värderade alla bolag upp sina fastigheter i olika utsträckning och efter 2007 värderades fastigheterna ned. Graden ned/uppskrivning visar då i vilken utsträckning uppskrivningarna innan motsvarades av nedskrivningarna efter.

Figur 4.6 Ned-/Uppskrivning (%) 2005-2009



Volatiliteten, som framställs i Figur 4.7, är beräknad som standardavvikelsen av bolagens orealiserade värdeförändringar och beskriver hur stora fluktuationer bolagen har haft i sina värdeförändringar. Om man bortser från AtriumLjungberg är Hufvudstaden det bolag som verkligen sticker ut, med en volatilitet på drygt 10 %, som kan jämföras med Brinovas, med lägst volatilitet, på drygt 2 %. I AtriumLjungbergs fall beror den stora volatiliteten framförallt på den stora uppskrivningen under 2006 på 37,7 %. Precis som diskuterats tidigare bidrar denna stora uppskrivning till en missvisande bild.

Figur 4.7 Volatilitet i värdeförändringar (%) 2005-2010



4.3 Belåningsgrad

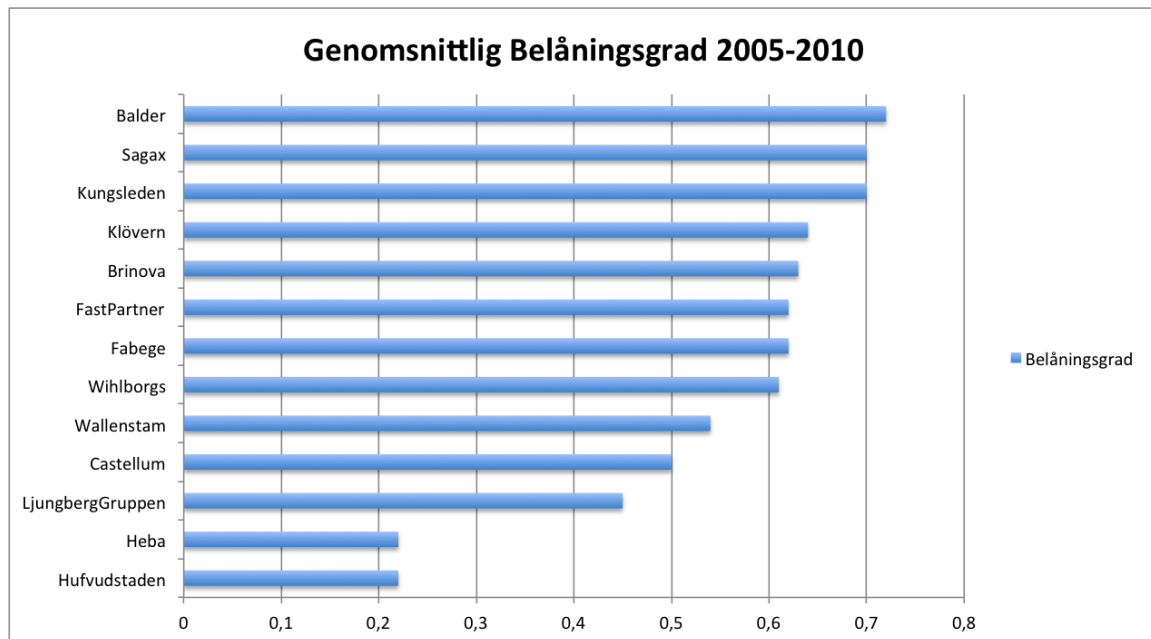
Belåningsgrad är grovt beskrivet ett mått på hur mycket skulder ett företag har relativt till deras totala tillgångar. Det vanligaste sättet att beräkna det är $\text{Skulder} / \text{Totala tillgångar}$. Vi har valt att beräkna belåningsgraden genom $(\text{Tillgångar} - \text{NAV}) / \text{Tillgångar}$. NAV avser Net Asset Value och är Eget kapital med tillägg för uppskjuten skatt och räntederivat. Denna definition kommer från EPRA (European Public Real Estate Association) som är en intresseorganisation för börsnoterade fastighetsbolag i Europa. NAV beskrivs som ett bättre mått för att tillgodose relevant information och skulder och tillgångar gällande verkligt värde för fastigheter i bolag (EPRA Best Practices Recommendations, 2010).

Figur 4.8 visar den genomsnittliga belåningsgraden för bolagen i perioden 2005-2010. Vi har beräknat ett genomsnitt för varje bolag för den utgående belåningsgraden. Som figuren visar ligger Heba och Hufvudstaden klart lägst med en genomsnittlig belåningsgrad på drygt 20 %. I topp ligger Balder, Sagax och Kungsleden runt 70 %. Mellan toppen och botten är det relativt jämnt med små undantag i form av AtriumLjungberg, Castellum och Wallenstam som ligger på undre hälften.

Belåningsgraden är en indikation på bolagens finansiella struktur och riskbenägenhet.

Vi kommer att koppla bolagens genomsnittliga belåningsgrader till värdeförändringarna och söka samband.

Figur 4.8 Genomsnittlig belåningsgrad (%) 2005-2010



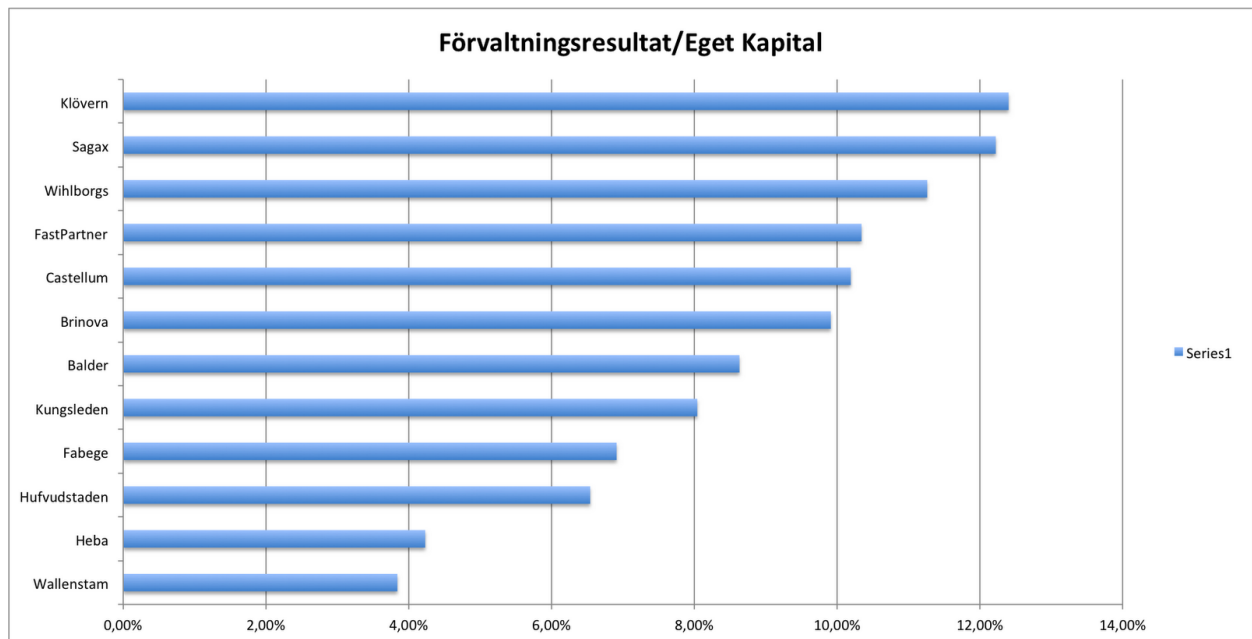
4.4 Förvaltningsresultat

Förvaltningsresultat/Eget Kapital skall ge en bild av hur väl bolagen förvaltar sitt egna kapital. Förvaltningsresultatet definieras som Driftöverskott - Centrala Administrationskostnader + Finansnetto och skall beskriva det resultat som är hänförligt till bolagens drift. Förvaltningsresultat/Eget Kapital är en typ av räntabilitetsmått och är relevant för fastighetsbolag eftersom det är driften som mäts och det är den som är den reella kontinuerliga inkomsten de har. Vidare ner i resultaträkningen finner man exempelvis realiserade värdeförändringar som inte påverkar kassaflödet, men dock resultatet.

Värdeförändringarna kan vara subjektiva och påverkade av incitament från ledningens sida, och således inte reflektera det rent ekonomiska reala resultatet för ett företag. Förvaltningsresultatet gör detta på ett bättre sätt än nettoresultatet, anser vi.

Heba och Wallenstam ligger i särklass lägst när det gäller detta måttet på runt 4 %. Klöver och Sagax ligger i topp med strax över 12 %.

Figur 4.9 Förvaltningsresultat/Eget Kapital 2005-2010



5. Resultat & Analys

5.1 Försiktigt värderande bolag

- Castellum
- Faberge
- Klöver
- Brinova

Vid en närmare analys av empirin kan vi utläsa ett första kluster, där bolagen kommer benämnas som försiktigt värderande. Dessa bolag karaktäriseras av en låg genomsnittlig värdeförändring under perioden, volatiliteten i värdeförändringarna är låg och en stor del av de nedskrivningar av fastigheter som gjordes under krisen (2008-2009) motsvarades av de uppskrivningar som gjordes innan krisen (2005-2007). Bolagen karaktäriseras även av en relativt hög belåningsgrad (och således även låg soliditet), liggandes mellan ungefär 50-75 %. Man kan alltså se tendensermot att bolag med hög belåningsgrad även uppvisar ganska små avvikelser vad gäller sina verkliga värden, vilket också har bekräftats i tidigare forskning av Nellesen&Zuelch (2010). Detta skulle kunna förklaras av att bolag med relativt svag finansiell ställning inte har samma utrymme för stora fluktuationer i fastigheternas värde, framförallt vad gäller nedskrivningar av fastigheter då påverkan på det egna kapitalet skulle resultera i än svagare finansiell ställning.

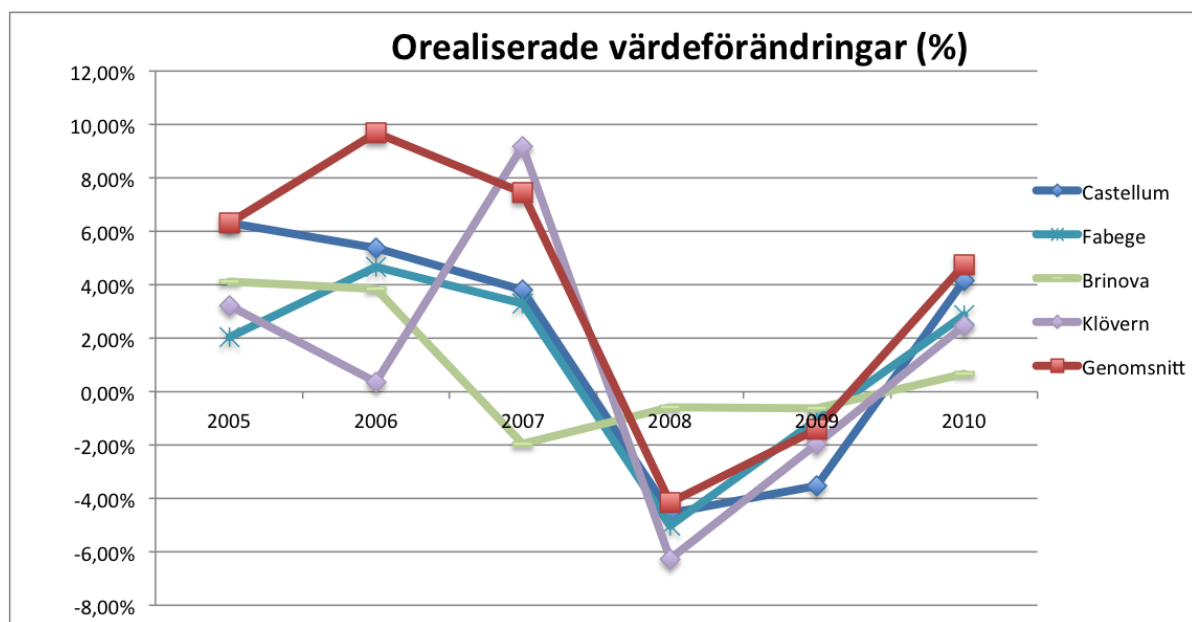
De faktorer som tyder på försiktighet i klustret är framförallt att dessa bolag till stor del har skrivit ned sina fastigheter under krisen i samma utsträckning som de skrivit upp dem innan densamma. Men även det faktum att volatiliteten är låg tyder på en viss försiktighet. Bolagen har dock en hög belåningsgrad, vilket kanske inte ses som försiktigt, däremot följs detta av en mer försiktig värdering.

Tydliga tendenser mot försiktighet kan också utläsas grafiskt ur Figur 5.1. Bolagen ligger systematiskt under genomsnittet. Till en början har de lägre uppskrivningar än genomsnittet och senare även större nedskrivningar än genomsnittet. En ytterligare observation man kan göra är att åtminstone tre av bolagen (Castellum, Brinova, Klöver) bryter nollpunkten först tidigare och sedan senare än genomsnittet och

Fabege gör det ungefär samtidigt som genomsnittet. Man är alltså lite mer benägen att börja skriva ned sina fastigheter i oroliga tider och samtidigt lite mer avvaktande när det kommer till att börja skriva upp fastigheterna efter en relativt lång period av nedskrivningar.

Om man ska tolka utifrån försiktighetsprincipen skulle detta kortfattat innebära att i goda tider är man ganska restriktiv i sin värdering medan i dåliga tider är man mer benägen att värdera ned fastigheterna "för mycket". Ytterligare observationer angående likheter mellan bolagen är det faktum att, nästan, alla ligger i topp i hur väl de förvaltar sitt egna kapital. Klöver (12,4%), Castellum (10,19%) och Brinova (9,91%) ligger alla bland de sex bolag med högst Förvaltningsresultat/Eget kapital. Man ska dock vara medveten om att den mer restriktiva värderingen kan ha haft en inverkan bolagens egna kapital (som alltså blir relativt sett mindre jämfört med bolag med en icke-restriktiv värdering) och således uppvisar ett högre Förvaltningsresultat/Eget Kapital. Endast Fabege är det bolag som inte innefattas av nämnda sambandet, även om de har en avkastning på det egna kapitalet (6,91%) markant över de med lägst (Heba 4,23% och Wallenstam 3,84%).

Figur 5.10realiserade värdeförändringar "Försiktigt värderande bolag"



5.2 Oförsiktigt värderande bolag

- Wallenstam
- Heba
- Hufvudstaden

Ett andra kluster vi kan utläsa är de bolag vi kommer benämna som oförsiktigt värderande. Hög volatilitet i värdeförändringarna och hög genomsnittlig värdeförändring i perioden är karaktärsdrag. Uppskrivningarna innan krisen (2005-2007) var betydligt högre än de nedskrivningar som gjordes under krisen (2008-2009). Dessa tre bolag urskiljer sig från de andra i studien gällande de här parametrarna.

De faktorer som pekar på oförsiktighet är att värdeökningarna innan krisen är väsentligt högre än de värdeminskningar som gjordes under krisen. Värdeförändringarna som gjordes under perioden 2005-2010 för dessa bolag jämfört med genomsnittet för alla bolag i studien visar tydligt på att Heba och Hufvudstaden ligger över genomsnittet innan krisen (se Figur 5.2). Heba följde genomsnittet i nedvärderingarna 2008 och ökade sedan sina uppskrivningar klart mer än genomsnittet återigen. Hufvudstaden värderar visserligen ned sina fastigheter mer än genomsnittet 2008-2009 för att 2010 skriva upp dem mer än genomsnittet. Hufvudstadens nedskrivningar, som kraftigt understiger genomsnittets, kan enkelt anses vara försiktigt. De kraftiga nedskrivningarna är dock en stor orsak till den stora volatilitet som Hufvudstaden uppvisar, som är överlägset högst bland bolagen. Det är dock inte självklart att Hufvudstaden ska tillhöra detta kluster, eftersom de, som visats ovan, värderar ned sina fastigheter mer än genomsnittet ett par år. Den extremt höga volatiliteten och det faktum att man ligger högt över genomsnittet när det kommer till uppskrivning av fastigheter talar dock för att man på Hufvudstaden kan vara oförsiktig i sin värdering. Ytterligare resonemang runt Hufvudstaden följer i analysen.

Vid fortsatt granskning av Figur 5.2 kan vi se att Wallenstam inte följer det klara mönstret vi beskrivit för detta kluster innan krisen. De värderar visserligen upp sina fastigheter, men under genomsnittet (förutom 2005 då de har en värdeökning på 19,14%). Å andra sidan värderar i princip inte ned sina fastigheter överhuvudtaget under hela perioden vi studerat (endast -1,67 % 2008). Sedan fortsätter de att värdera

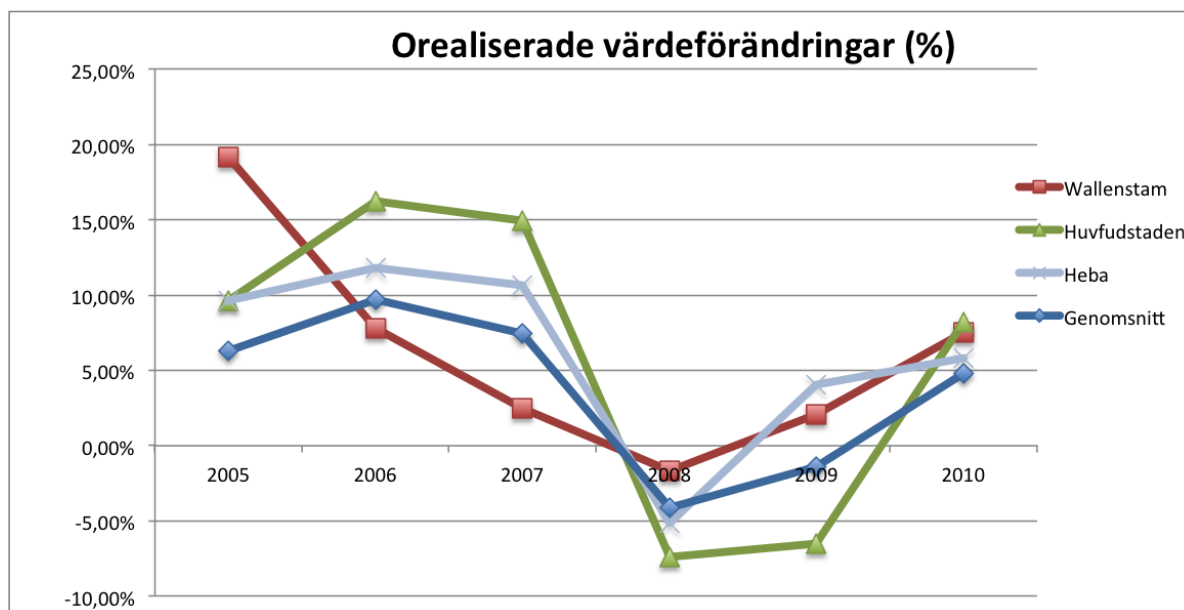
upp fastigheterna igen, över genomsnittet. För att koppla till resonemanget för de försiktiga bolagen kan också här tydligt se att de mest oförsiktiga bolagen (Wallenstam och Heba) bryter nollpunkten mycket tidigare än genomsnittet. Uppskattningsvis handlar det om så mycket som 9 månader tidigare. Samma resonemang kan föras om Hufvudstaden som faktiskt bryter nollpunkten senare än genomsnittet, vilket stärker den tveksamhet om Hufvudstadens oförsiktiga värdering som belysts tidigare.

Hufvudstaden och Heba har väldigt låga genomsnittliga belåningsgrader (båda 22%) och Wallenstam ligger visserligen på 54 % men det är under genomsnittet. Soliditeten är således relativt hög i de här bolagen. Företag med låg belåningsgrad har mer utrymme för variationer i värderingen av sina fastigheter då den relativt starka finansiella ställningen tillåter detta jämfört med företag med hög belåningsgrad. Sambandet mellan belåningsgrad och volatilitet, som beskrevs för de oförsiktiga bolagen (Hög belåningsgrad → Låg volatilitet) blir ett inverterat samband för de oförsiktiga bolagen. Bolagen som har låga belåningsgrader är också de bolag som uppvisar den största volatiliteten i sina värdeförändringar. Hufvudstaden är det bolag som är det tydligaste exemplet på detta. De har lägst belåningsgrad och samtidigt överlägset högst volatilitet. Även om Wallenstam ligger på 54 % i belåningsgrad behöver detta inte betyda att sambandet inte gäller, utan det kanske snarare tyder på en extra stor oförsiktighet hos Wallenstam.

Förvaltningsresultatet/ Eget kapital för de här tre bolagen är de tre lägsta i studien, vilket förstärker samma samband som beskrivs för de "försiktiga" bolagen. De oförsiktigt värderande bolagen tycks uppvisa sämre förvaltningsresultat än de försiktiga. Vi bör nämna även här att kvoten påverkas av värdeförändringarna. Bolagens höga värdeförändringar påverkar resultatet och eget kapital som i sin tur sänker kvoten.

Det som sammanfattningsvis pekar på oförsiktighet gällande bolagen i detta kluster är de höga genomsnittliga värdeförändringarna, volatiliteten i de samma och att uppskrivningarna klart överstiger nedskrivningarna.

Figur 5.2 Orealiserade värdeförändringar "Oförsiktigt värderande bolag"



5.3 Försiktiga eller oförsiktiga?

5.3.1 Kungsleden

Ett bolag som tydligt följer av ovan nämnda samband (Hög belåningsgrad → Låg Volatilitet) är Kungsleden som har hög belåningsgrad (70%, tredje högst) och låg volatilitet (4,36%, tredje lägst). De kan dock inte anses vara "försiktiga" i sin värdering av sina fastigheter, som sambandet ovan följdes av. Under perioden har man haft näst lägst nedskrivningar i förhållande till uppskrivningar (12%) och den genomsnittliga värdeförändringen uppgår till 3,46%, vilket är klart högre än de bolag som benämns som försiktiga. En viktig faktor i sammanhanget torde vara det faktum att Kungsleden är ett av de bolag som köper och säljer störst andel fastigheter och således kan ha incitament att inte skriva ned sina fastigheter i samma utsträckning som man skriver upp dem. Kungsleden borde enligt oss och våra definitioner benämnas som ett oförsiktigt värderande bolag.

5.3.2 Wihlborgs

Wihlborgs är precis som Kungsleden och Wallenstam ett bolag som fokuserar mycket av sin verksamhet på att skapa värde genom att köpa och sälja fastigheter och då

realisera värdeförändringar. Precis som för Kungsleden och Wallenstam uppgår också Wihlborgs nedskrivningar till en mycket liten del av deras uppskrivningar. Det är även så att deras genomsnittliga värdeförändringar är höga. Wihlborgs är dock ett bolag som har relativt hög belåningsgrad (61%) och låg volatilitet (4,75%), som fortsatt stärker vår tro på detta samband, men tidigare har just detta samband följts av en försiktig värdering. Även Wihlborgs borde dock enligt oss ses om ett oförsiktigt bolag, framförallt med tanke på den oförsiktiga värderingen som är starkt besläktad med Wallenstams och Kungsledens.

5.3.3 Sagax

Under perioden 2005-2009 var Sagax det bolag som skrev ned sina fastigheter tredje mest i förhållande till hur mycket man skrev upp (73%) och Förvaltningsresultat/Eget Kapital var näst högst (12,22%). Precis som de försiktigt värderande bolagen har de också en mycket hög belåningsgrad (70%), däremot uppvisar Sagax näst högst volatilitet i sina värderingar (7,54%), vilket inte alls följer det sambandet mellan belåningsgrad och volatilitet som beskrivits ovan och man har även en relativt hög genomsnittlig värdeförändring. Sagax är relativt svårt att dela in i försiktigt eller oförsiktigt men på grund av de höga nedskrivningarna, och det faktum att man bryter nollpunkten för sin värdering senast av alla pekar mot försiktighet.

5.4 Svårdefinierade bolag

5.4.1 FastPartner

FastPartner är svåra att definiera då de inte har några tydliga tendenser åt något av hållen. De ligger i mitten i de flesta tabeller och vi kan inte se något av de samband vi har identifierat för försiktiga respektive oförsiktiga bolag. Det som möjligtvis sticker ut är Förvaltningsresultatet/Eget kapital som är det fjärde högsta och deras nedskrivning 2007 (näst lägst) och uppskrivning 2010 (högst av alla). De bryter även nollpunkten relativt tidigt. Dessa är tendenser som pekar mot oförsiktighet i värderingen. Vi anser dock inte att det är tillräckligt för att kategorisera FastPartner som ett oförsiktigt värderande bolag.

5.4.2 Balder

Balder är liksom FastPartner svåra att sätta en etikett på. Balder har högst belåningsgrad av alla bolag och deras volatilitet är relativt låg, om än inte utmärkande låg. "Försiktighetssambandet" med dessa parametrar verkar då passa in ganska bra. Balders ned/uppskrivning är dock relativt låg på knappt 30 %. Detta passar inte ihop med de samband vi försökt utläsa. De genomsnittliga värdeförändringarna ligger i mitten av tabellen, liksom Förvaltningsresultat/eget kapital. Vi kan konstatera att det är oklart huruvida Balder kan placeras in i något fack och vi gör därför ingen sådan indelning gällande Balder. Det ska påpekas att vi saknar data för 2004³, och till viss del 2005, eftersom Balder startade sin verksamhet vid halvårsskiftet 2005. Jämförbarheten med de andra bolagen blir därför inte lika tillförlitlig.

5.4.3 AtriumLjungberg

Det uppstår direkt problem när vi ska analysera AtriumLjungberg. I slutet av 2006 gick Atrium och Ljungberg ihop och bildade AtriumLjungberg (Årsredovisning 2006). Våra beräkningar av värdeförändringarna baseras på ingående fastighetsbestånd och det framgår inte ur AtriumLjungberg årsredovisningar huruvida de orealiserade värdeförändringarna var hänförliga till Atriums eller Ljungbergs tidigare fastighetsbestånd. Vi har analyserat siffrorna efter 2007 men ändå tagit hänsyn till tendenser AtriumLjungberg visade innan 2007. Eftersom vårt fokus mycket ligger på skillnader innan och efter finanskrisen blir analysen av bolaget ifråga inte fullständig. AtriumLjungbergs nedskrivningar 2008-2009 (6,39% respektive 2,74%) är relativt stora och uppskrivningen 2010 relativt liten (2,81%). Uppskrivningen 2005 var 8,3% och därmed en av de högsta. 2006 är, som sagt, ett oklart år då värdeförändringen inte kan beräknas på ett tillförlitligt sätt. Det kan dock antas att den var relativt stor. Vi beräknade ned/uppskrivningsprocent där vi ersatte 2006 års redovisade värdeförändring med genomsnittets värdeförändring det året. Då hamnar AtriumLjungbergs nedskrivningsprocent på 69%, vilket är femte högst och placerar dem vid de försiktigt värderade bolagen gällande den parametern. Deras nedskrivningar motsvarades alltså till en relativt stor del av uppskrivningarna. Denna metod kan ifrågasättas men är, enligt oss, en indikation på hur AtriumLjungberg har

³ Vår analysperiod är 2005-2010 men för procentuella orealiserade värdeförändringar har ingående värden i fastighetsbeståndet ställts mot utgående värden av orealiserade värdeförändringar. Förändringen under 2005 bygger alltså på det utgående fastighetsbeståndet 2004.

värderat. Volatiliteten i värdeförändringarna blir fortfarande hög och belåningsgraden är relativt låg. Detta tyder på, enligt våra definitioner, på oförsiktighet i värdering, likaså deras höga genomsnittliga värdeförändringar. Det är således svårt att se något direkt samband och placera dem i ett fack gällande försiktighet eller oförsiktighet. AtriumLjungberg visar alltså tendenser åt båda hållen i värderingen och kombinerat med bristen på jämförbar data under 2006 kan vi inte placera AtriumLjungberg som varken försiktigt eller oförsiktigt värderande.

5.5 Förklaringsvariabler och samband

Det vi kan se är att bolagen skiljer sig oerhört mycket när det gäller deras orealiserade värdeförändringar. Både när det gäller i kronor och i förhållande till hur stora fastighetsbestånd bolagen har. Det är även så att fluktuationerna i dessa värdeförändringar skiljer sig avsevärt mellan bolagen. Man kan även se att bolagen i sig skiljer sig oerhört mycket åt. Detta när det gäller exempelvis affärsmodell, affärssegment, geografisk koncentration och kapitalstruktur. Vad gäller samband mellan bolagens värdering och hur bolagen ser ut är det svårt att dra några generella slutsatser, även om bolagens affärsmodell tycks ha en viss betydelse. Wallenstam, Kungsleden och Wihlborgs, tre bolag vi benämner som oförsiktigt värderande, har en mer transaktionsorienterad rörelse. Detta är också något som Lorentzon (2011) beskriver, där han betonar att bolag som är mer transaktionsbenägna också kan ha incitament att redovisa högre värden. Våra resultat styrker alltså detta då Kungsleden, Wallenstam och Wihlborgs de facto uppvisar en lägre nedskrivning i förhållande till uppskrivning, och samtidigt är mer transaktionsorienterade. Tvärtom är det så att Castellum, Klöver och Brinova, som uttryckligen är mer långsiktigt kassaflödesorienterade, uppvisar en mer försiktig värdering och således lägre värden på sina fastigheter. Men problemen med att kunna dra generella slutsatser kvarstår, då detta samband inte gäller för alla bolag. Heba, som tycks vara oförsiktiga i sin värdering, har en långsiktig kassaflödesbaserad affärsmodell, och Fabege, som tycks vara försiktiga i sin värdering, har en mer kortsiktig och transaktionsorienterad strategi. Trots detta styrker alltså våra resultat tidigare forskning (se bl.a. Lorentzon, 2011, och Penman, 2007) om att redovisning till verkligt värde kan medföra hög grad av subjektivitet, och rent av manipulation, även om man inte kan dra alla bolag över en

kam.

Ett enligt oss i sammanhanget viktigt samband är det faktum att bolag med sämre finansiell ställning visar tendenser mot att ha lägre fluktuationer i sina verkliga värden och en lägre värdering i allmänhet. Detta är alltså karaktärsdrag för bolag som enligt oss ligger i klustret försiktigt värderande bolag, som exempelvis Fabege, Castellum och Klöver. I kontrast till detta är Hufvudstaden det bolag som uppvisar starkast finansiell ställning, och samtidigt har den högsta volatiliteten. Som tidigare beskrivits har vi klassificerat Hufvudstaden som ett oförsiktigt värderande bolag, framförallt på grund av de höga uppskrivningarna innan krisen (2005-2007) och den höga volatiliteten. Men, om man talar i termer av och försiktighet i allmänhet, kan det mycket väl vara så att Hufvudstaden, som uppvisar de största nedskrivningarna under krisen, är det enda bolag som faktiskt klarar av att bära de tunga nedskrivningarna tack vare sin låga belåningsgrad och då också faktiskt är försiktiga. För att dra en parallell mellan ett av våra försiktigt värderande bolag, Fabege, och Hufvudstaden som både har en stor del av sina fastigheter koncentrerat till Stockholms innerstad, har de under 2008 och 2009 skrivit ned fastigheterna till mindre än hälften av vad Hufvudstaden har gjort (Lindvall och Isacson, 2010). Med detta i bakhuvudet är det inte heller svårt att dra kopplingen att bolagen som uppvisar en lägre uppskrivning av fastigheter helt enkelt gör detta för att man, på grund av en svag finansiell ställning, inte senare har möjlighet att skriva nedfastigheterna i någon större grad om detta skulle bli aktuellt. Vi vill betona att detta kan vara förklaringar men vi kan inte säga det med säkerhet.

Förutom bolagens affärsmodell och finansiella ställning har vi sett tendenser mot att de bolag som benämns som försiktigt värderande uppvisar ett högre Förvaltningsresultat/Eget Kapital och vice versa. Exempelvis ligger Klöver och Sagax i topp och Wallenstam och Heba ligger i botten. Vad detta beror på är inte helt klart. För det första måste man vara medveten om att bolag som har betraktats som försiktigt värderande har generellt också haft större nedskrivningar än de andra bolagen. Vid stora nedskrivningar påverkas det egna kapitalet negativt och vid ett bibehållet förvaltningsresultat kommer alltså kvoten Förvaltningsresultat/Eget kapital bli större. Det motsatta gäller självklart för de oförsiktigt värderande. Om man bortser från detta finns dock fortfarande tendenser mot att de försiktigt värderande bolagen faktiskt

uppvisar ett högre Förvaltningsresultat/Eget kapital. Med tanke på tidigare nämnda samband om affärsmodell och värdering är detta inte särskilt förvånande. Bolag som är mer transaktionsorienterade, som Kungsleden och Wallenstam, har också lägre Förvaltningsresultat/Eget Kapital än tydligt långsiktigt kassaflödesorienterade bolag, så som Castellum och Klöver. Den enklaste förklaringen ligger självklart i att bolag med fokus på höga och stabila kassaflöden från rörelsen också uppvisar ett högre förvaltningsresultat än bolag med ett mer kortsiktigt och transaktionsorienterat fokus.

5.6 Vidare analys

Den globalt harmoniserade redovisningen, i vårt fall i form av värderingen av fastigheter till verkligt värde, tycks ha bidragit till en allt mer oförsiktig redovisning. Den övergripande tanken med den nya redovisningen är framförallt att den skall bli mer relevant och tillförlitlig. Med tanke på våra resultat har vi dock svårt att se att de verkliga värdena och de orealiserade värdeförändringarna har bidragit till tillförlitligheten i redovisningen. Det faktum att värdena i så gott som alla fall baseras på antaganden om framtida kassaflöden och avkastningskrav är ett av de stora problemen. När subjektivitet och incitament till att redovisa ett visst värde uppstår, som exempelvis i Kungsleden, Wallenstam och Wihlborgs fall, är det svårt se dessa värden som tillförlitliga. Men även utan specifika incitament från bolagen kan tillförlitligheten ifrågasättas. Osäkerheten vid värderingen i sig ger även den upphov till tvivel vad gäller tillförlitligheten. Bengtsson (2006) beskriver att många fastighetsbolag själva inte tror att ett verkligt värde går att bestämma, och när man istället övergår till en allmänt accepterad branschpraxis, beskrivet av Marton (2008), kan man även fråga sig om det verkliga värden som redovisas verkligen är relevanta. Mycket tidigare forskning (Lorentzon 2011, Marton 2008, etc.) pekar, precis som vi, på bristen på tillförlitlighet, och om redovisningen inte är tillförlitlig, är den då verkligen relevant? Vi ställer oss tveksamma till detta.

Lorentzon kommer i sin studie fram till att på grund av bristen på tillförlitlighet i redovisningen blir jämförbarheten mellan bolag lidande. Vår studie kommer fram till liknande resultat. Även om vi kan urskilja bolag som är mer eller mindre oförsiktiga i sin värdering finns det många bolag inom vad man kan kalla en gråzon och på grund av subjektivitet är möjliga dolda incitament och syftet till en viss värdering mycket svåra

att hitta. Precis som Nellesen och Zuelch (2010) beskriver föreligger även enligt oss brister från IASBs sida exempelvis vad gäller vilka parametrar som skall användas i modeller för värdering. Det är också så att uppbyggandet av de finansiella rapporterna skulle behöva större riktlinjer då stora skillnader mellan bolagens rapporter fortfarande finns. I arbetet med vår datainsamling och undersökningar av de finansiella rapporterna har vi stött på svårigheter med att hitta jämförbar data.

Om man tittar på andra tillgångar där värdering till verkligt värde tillämpas handlar det framförallt om biologiska tillgångar och finansiella instrument. Lorentzon (2011) har i sin studie beskrivit att skogsbranschen, som värderar sin skog till verkligt värde, har kommit fram till en konsensus vad gäller värderingen. Fastighetsbolagen har dock inte arbetat gemensamt för att på bästa sätt komma fram till hur fastigheterna skall värderas. Vidare beskriver Lorentzon att skogsbolagen på grund av detta är mer försiktiga och jämförbarheten blir bättre. Om man jämför med de resultat vår studie presenterar kan man inte annat än att hålla med. På grund av att bolagen internt har utarbetat modeller och riktlinjer för värderingen av fastigheter blir jämförbarheten lidande och de stora skillnaderna i deras värdeförändringar är bara ett av många tecken på detta. För skogsbolagen är det dock så att tillgångarna generellt är väldigt långsiktiga och ett transaktionsorienterat fokus föreligger inte på samma sätt som för vissa fastighetsbolag. Denna långsiktighet, tillsammans med en mer homogen tillgång, gör det möjligtvis enklare för skogsbolagen att nå konsensus om hur tillgångarna skall värderas och värderingen till verkligt värde är enklare att motivera.

När det gäller värdering av finansiella instrument är det enligt oss även här mer lämpligt med verkligt värde än för fastighetsvärdering. Den värderingshierarki som beskrivs i IAS 40, där det verkliga värdet helst skall vara hänförligt till priser på en aktiv marknad, följs i mycket liten utsträckning (alla bolag vi har använder helt eller till viss del av nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden). För finansiella instrument däremot, finns en aktiv marknad, och en förändring i värde har, som beskrivits av Marton (2008), en reell effekt, till skillnad från värdeförändringar på fastigheter. Penman (2007) påvisar även han att orealiserade värdeförändringar inte medför något kassaflöde utan är bara siffror på ett papper, till skillnad från finansiella instrument.

Även om värdering till verkligt värde kan vara relevant för vissa typer av tillgångar går det att ifrågasätta användningen vid värdering av fastigheter. Det saknas allt som oftast priser på en aktiv marknad, olika fastigheter skiljer sig väldigt mycket åt och de orealiserade värdeförändringarna har mycket stor påverkan på företagen och jämförelser mellan bolag blir mycket svåra.

6. Slutsatser

6.1 Svar på frågeställning

- *Hur skiljer sig fastighetsbolagens orealiserade värdeförändringar åt under perioden 2005-2010 och vad kan detta bero på?*

Som beskrivits i analysen skiljer sig de tretton bolagen väldigt mycket åt när det kommer till deras orealiserade värdeförändringar. För att beskriva ytterligheterna har Wallenstam, Heba och Hufvudstaden haft en genomsnittlig värdeförändring i relation till fastighetsbeståndet på omkring 6 %, medan Klöver, Brinova och Faberge ligger runt 1 %. Där bolagen tycks vara någorlunda överens är vid vilka tidpunkter nedskrivning respektive uppskrivning av fastigheter anses föreligga. Mellan 2005 och 2007 skrev alla bolag upp sina fastigheter, med undantag för Brinova som under 2007 skrev ned sina fastigheter. Under 2008 skrev samtliga bolag ned sina fastigheter och under 2009 var det enbart Wallenstam, Wihlborgs och Heba som uppvisade uppskrivningar.

Den andra delen av denna fråga var vad dessa skillnader kan bero på. Våra resultat, kombinerat med kopplingar till tidigare forskning tyder på att bolagens affärsmodell och till viss del deras finansiella ställning har en koppling till hur de har värderat. Bolag med en mer transaktionsorienterad verksamhet visar tendenser mot en lägre nedskrivning än bolag med en mer långsiktigt kassaflödesbaserad strategi. Vi har också sett tendenser mot att bolag med en sämre finansiell ställning uppvisar en viss ovilja till nedvärdering och fluktuationerna i de orealiserade värdeförändringarna är lägre än de med stark finansiell ställning. Vidare kan bolagens stora skillnader bero på det faktum att värderingen av fastigheterna, som till stor del påverkas av antaganden om bland annat framtida kassaflöden och diskonteringsräntor, helt enkelt är för lätt att manipulera och påverkas till stor del av subjektivitet.

- *Finns det bolag som är försiktiga respektive oförsiktiga?*

Vi har jämfört bolagen gällande olika parametrar och hittat karaktärsdrag för försiktighet respektive oförsiktighet i deras värderingar av fastigheterna. Det som karaktäriserar försiktigt värderande bolag är låg genomsnittlig värdeförändring, låg volatilitet, höga nedskrivningar relativt till uppskrivningarna samt relativt hög belåningsgrad. De bolag vi placerat i detta kluster är Castellum, Klöver, Fabège och Brinova. Karaktärsdrag för oförsiktigt värderande bolag är hög genomsnittlig värdeförändring, hög volatilitet, låga nedskrivningar relativt till uppskrivningarna samt relativt låg belåningsgrad. De bolag vi nämner här är Wallenstam, Heba och Hufvudstaden. Sambanden är dock inte helt applicerbara på alla företag. Många andra bolag är svårdefinierade, dock har vi ansett att, utifrån våra definitioner, kan vi placera in Kungsleden och Wihlborgs bland de oförsiktiga bolagen och Sagax bland de försiktiga. FastPartner ger indikationer mot oförsiktighet men de är inte tillräckliga för att kategorisera dem. Vi har även haft svårt att definiera Balder. De visar tendenser mot båda hållen, möjligtvis mest mot oförsiktighet. Vi har dock valt att inte kategorisera Balder. AtriumLjungberg är även de ett bolag som tenderar att luta åt båda hållen, och tillsammans med att deras data inte är helt jämförbar med de andra bolagens kan vi inte heller kategorisera AtriumLjungberg.

Våra definitioner på försiktighet och oförsiktighet syftar på värderingen av fastigheterna men det finns andra variabler som har mer att göra med huruvida bolagens övergripande affärsmodell och strategi är försiktig eller oförsiktig. När det kommer till att beskriva bolagen som försiktiga eller oförsiktiga ur ett mer allmänt perspektiv blir det dock svårare. Som vi tidigare nämnt karaktäriseras de försiktigt värderande bolagen av en relativt hög belåningsgrad. Ett bolag med hög belåningsgrad kan inte ses som försiktigt och det tycks snarare vara så att en svagare finansiell ställning följs av en mer försiktig värdering, då man i sämre tider inte har samma utrymme för stora nedskrivningar. Det tycks dock finnas ett samband mellan bolagens affärsmodell och deras värdering. Exempelvis Wallenstam, Kungsleden och Wihlborgs, som uttryckligen är mer transaktionsorienterade, är också mer oförsiktiga i sin värdering, vilket stärker teorierna om att bolagens interna incitament har betydelse för

värdet på fastigheterna. Hufvudstaden däremot, som enligt våra definitioner klassificeras som ett oförsiktigt värderande bolag, uppvisar starka tendenser mot vad vi kan kalla en allmän försiktighet. Trots deras stora uppskrivningar har de en stark finansiell ställning och stora nedskrivningar. Vidare kan man titta på Fabege, som klassificeras som försiktigt värderande, som har likartade fastigheter som Hufvudstaden, men under 2008 och 2009 bara har nedvärderat till mindre än hälften av vad Hufvudstaden har. Detta kan självklart inte ses som försiktigt. Det finns mycket som tyder på att den stora skillnaden i värdering snarare beror på skillnaden i finansiell ställning än verkliga skillnader i värdet på fastigheterna. Följaktligen, försiktigt värderande bolag behöver inte vara ett försiktigt bolag och vice versa.

6.2 Sammanfattande slutsatser

De tretton bolag som ligger till grund för studien är olika på många sätt. De har under perioden 2005-2010 värderat sina fastigheter väldigt olika och vi har försökt beskriva varför. Enligt oss finns det en mängd olika saker som kan påverka bolagens värdering. Två konkreta är bolagens affärsmodell och strategi samt deras finansiella ställning, som tycks ha kopplingar till olika incitament till en viss värdering. Vidare framförs resonemang om att värderingsmodellerna i sig är inkapabla att producera tillförlitliga värden.

De slutsatser vi kan dra är att trots att det tycks finnas kluster av bolag som är försiktiga och oförsiktiga i sin värdering, finns det underliggande incitament och subjektivitet i värderingen som kommer påverka hur de värderar och säkra slutsatser om de verkligen är försiktiga eller oförsiktiga blir svåra att dra. Den starka subjektiviteten, dolda incitament och bristen på riktlinjer från IASB gör jämförbarheten mellan bolagen bristfällig, framförallt med tanke på att fastigheternas värde är en såpass vital del av bolagen.

6.3 Förslag till fortsatt forskning

- En uppföljning av studien inom ett par år där frågan om bolagen har närmat sig i sin värdering och kommit närmare en konsensus, liksom bolagen inom skogsbranschen, skulle vara central.
- En liknande studie men där fokus istället skulle ligga på hur företagen i praktiken värderar sina fastigheter och vilka konsekvenser val av värderingsmetod får.
- En liknande studie med kompletterande kvalitativ data, genom exempelvis intervjuer, där bolagens interna uppfattning om värdering skulle belysas vidare.
- Vidare analysera försiktighetsbegreppet och med hjälp av flera parametrar försöka hitta bolag som karakteriseras av en mer allmän försiktighet än enbart till sin värdering.

7. Referenser

Artiklar och tidsskrifter

Hitz, Joerg-Markus (2007). The Decision Usefulness of Fair Value Accounting – A Theoretical Perspective. *European Accounting Review*, Vol.16, No. 2, s. 323–362.

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

Marton, Jan (2008). Värde, vad är det egentligen? *Balans*, nr. 3, s. 23.

Nellessen, Thomas & Zuelch, Henning (2010). The reliability of investment property fair values under IFRS. *Journal of Property Investment & Finance*, vol. 29:1, p. 59-73.

Penman, Stephen H (2007). Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus? *Accounting and Business Research Special Issue: International Accounting Policy Forum*, p. 33-44.

von Koch, Nina (2008). Fastighetsbolagens huvudvärk. (Elektronisk) *Affärsvärlden*. 14 november. Tillgänglig: Affärsdata (2011-05-25).

Lindvall, Per och Isacson, Torbjörn (2010). Fastighetsbolagen ska upp till bevis (Elektronisk) Svenska Dagbladet. 18 januari. Tillgänglig: Affärsdata (2011-05-25).

Böcker

Arbnor, Ingeman & Bjerke, Björn (1994). *Företagsekonomisk metodlära* (2:a uppl.). Lund: Studentlitteratur.

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

Bengtsson, Bengt (2006). *Verkligt värde i balansräkningen - förvaltningsfastigheter*. Göteborg: BAS

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

Gustavsson, Bengt (red) (2004). *Kunskapande metoder inom samhällsvetenskapen* (3:e uppl.). Lund: Studentlitteratur.

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

Kam, Vernon (1990). *Accountingtheory*(2:a uppl.). New York: Wiley & Sons.

Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2002). LMV – Rapport 2002:10 *Fastighetsvärdering – Grundläggande teori*. Gävle och Solna: Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet.

Lorentzon, Johan (2011). *Att värdera tillgångar: verkligt värde inom skogs- och fastighetsbranschen*. Göteborg: BAS.

Nordlund, Bo (2008). *Valuation and Performance Reporting in Property Companies According to IFRS*. Stockholm: KTH

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

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

Torfason, Asgeir (2010). *Investment in al long-term perspective - how a familycompany has built its assets*. Göteborg: BAS

Internet

DeloittePublications. Tillgänglig: <http://www.iasplus.com/restruct/restruct.htm>
(2011-05-30)

EPRA Best PracticeRecommendationsOctober 2010. Tillgänglig som PDF:
http://www.epra.com/media/EPRA_2010_BPR.pdf

Redovisningsstandarder

IASB:s föreställningsram

IAS 40 - *Förvaltningsfastigheter*

FAS 157 - *Fair valuemmeasurements.*

Årsredovisningar

Årsredovisningar och delårsrapporter för 2004-2010 från följande företag; Castellum, Hufvudstaden, Wihlborgs, Kungsleden, Wallenstam, Faberge, AtriumLjungberg, Brinova, Balder, Klöver, Sagax, FastPartner och Heba.

Bilaga 1

Bolagen i siffror (Mkr)

Definitioner:

T = Total Tillgångar

EK = Eget Kapital

NAV = Net asset value

Förv.res. = Förvaltningsresultat

Värdeför. = Orealiserade värdeförändringar

Castellum	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	21789	8940	11931	820	861	21270
2006	24446	10184	13873	883	1031	24238
2007	27891	11204	13873	924	919	27717
2008	29404	10049	12889	973	-745	29165
2009	29476	9692	12749	1130	-1027	29267
2010	31936	11082	14975	1141	122	31768

Hufvudstaden	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	16488	8616	12454	541	996	16276
2006	20520	11785	16279	573	2647	17409
2007	20949	11809	17132	707	2597	20531
2008	19584	10950	15556	731	-1520	19083
2009	18600	10226	14561	787	-1239	18125
2010	20539	11526	16314	810	1489	20148

Wihlborgs	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	8173	2842	3475	318	318	7890
2006	11221	3667	4401	429	629	10888
2007	13771	4473	5566	444	1043	13397
2008	14040	4134	5272	450	-423	13620
2009	14932	4417	5612	541	23	14418
2010	17088	5206	6618	604	551	16678

Wallenstam	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	17330	5902	7820	262	1865	16725
2006	19746	7734	9416	247	1302	18553
2007	19747	8257	9938	278	455	18062
2008	20249	8028	9513	241	-302	18224
2009	22854	8454	10116	346	374	20278
2010	26151	8763	11051	338	1565	23637

Fabege	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	25893	10727	11796	963	780	21296
2006	30009	12177	12554	634	994	27188
2007	31755	11415	11995	703	893	30829
2008	30542	9873	10344	568	-1545	29511
2009	30692	9969	10342	838	-310	29193
2010	29263	11276	11695	782	843	26969

Kungsleden	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	27470	6649	6711	606	1122	25750
2006	24262	9700	9757	601	1845	23106
2007	32781	9040	9069	669	1305	25737
2008	30722	7065	7065	607	-213	28576
2009	24208	7079	8264	684	-312	21861
2010	24494	7357	8125	536	188	21501

AtriumLjung.	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	5246	2204	2849	175	415	4980
2006	18021	7805	10143	264	1881	16854
2007	20418	9259	11897	709	1287	18810
2008	20125	8496	10716	540	-1202	19058
2009	19832	8416	10462	671	-523	18616
2010	21210	9099	11420	671	524	19939

Balder	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	2920	852	864	46	0	2704
2006	7286	1501	1529	160	213	7047
2007	7582	2286	2290	179	568	6701
2008	7946	1854	2184	174	-214	7038
2009	13800	3323	3756	315	-16	12596
2010	15065	4658	4935	417	1027	14389

Brinova	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	4463	1619	1622	132	69,2	2285
2006	6215	2674	2830	244	88	3390
2007	8087	2446	2589	201	-66	3462
2008	6298	1501	1646	221	-20	4492
2009	6848	2305	2532	286	-27	4278
2010	7723	3742	3996	231	28	3863

Klövern	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	6507	2264	2269	512	133	5968
2006	11471	3868	3884	281	22	10701
2007	13009	4867	4883	386	981	12154
2008	12497	4035	4406	355	-760	11895
2009	12567	4112	4513	493	-232	12032
2010	14072	4515	5037	439	298	13493

Sagax	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	2080	356	434	47	51	1992
2006	3542	832	978	93	152	3268
2007	5681	1466	1491	134	492	4976
2008	6534	1261	1598	191	-127	6020
2009	6296	1382	1729	243	-380	6382
2010	8425	2206	2516	325	175	7496

FastPartner	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	3503	1179	1306	99	61	2782
2006	3922	1483	1624	85	210	3177
2007	4583	1704	1948	177	274	3944
2008	4706	1538	1748	225	-282	3671
2009	5004	1484	1831	214	-12	3816
2010	5850	1891	2348	209	450	5099

Heba	T	EK	NAV	Förv.res.	Värdeför.	Fastighets- bestånd
2005	2553	1462	1983	69	223	2543
2006	2687	1770	2340	75	301	2674
2007	3131	1924	2587	73	285	3118
2008	3058	1856	2452	71	-160	3041
2009	3493	1967	2602	81	123	3283
2010	3959	2166	2830	85	192	3925

Värdoförändringar %

Bolag	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Castellum	6,32%	5,38%	3,8%	-4,55%	-3,52%	4,18 %
Hufvudstaden	9,64%	16,26%	14,92%	-7,4%	-6,49%	8,22 %
Wihlborgs	4,35%	7,97%	9,58%	-3,16%	0,17%	3,82 %
Wallenstam	19,14%	7,78%	2,45%	-1,67%	2,05%	7,55 %
Fabege	2,03%	4,67%	3,28%	-5,01%	-1,05%	2,89 %
Kungsleden	9%	7,17%	5,65%	-0,83%	-1,09%	0,86%
AtriumLjung.	8,85%	37,7%	7,64%	-6,39%	-2,74%	2,81%
Balder	0%	7,88%	8,06%	-3,19%	-0,23%	8,15%
Brinova	4,13%	3,85%	-1,95%	-0,58%	-0,6%	0,65%
Klövern	3,23%	0,37%	9,17%	-6,25%	-1,95%	2,48%
Sagax	3,83%	7,63%	15,06%	-2,55%	-6,31%	2,74%
FastPartner	1,99%	7,55%	8,62%	7,15%	-0,33%	11,79%
Heba	9,61%	11,84%	10,66%	-5,13%	4,04%	5,85%
