



GÖTEBORGS UNIVERSITET HANDELSHÖGSKOLAN

VILKA PARAMETRAR LIGGER TILL GRUND FÖR DET VERKLIGA VÄRDET?

**En studie om Aranäs, Castellum och Wallenstam utifrån deras
värderingsmetoder**

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Externredovisning
Höstterminen 2013-14
Handledare: Thomas Polesie
Författare: Philip Forsberg
Karl Wallengren

Förord

Vi vill med detta förord tacka alla de som hjälpt oss att genomföra denna studie. Ett speciellt tack riktar vi mot vår handledare Thomas Polesie för mycket god handledning och inblick i vårt uppsatsämne. Under den tid vi genomfört studien har han hjälpt oss med val av litteratur och personer som var lämpliga kandidater att genomföra våra intervjuer med. Vi vill också tacka Dag Bergäng från Ivar Kjellberg fastighets AB, Mats Herner från Wallenstam, Håkan Hellström från Castellum, Åsa Linder från Jones Lang LaSalle samt Gunnar Sköldeberg från Göteborgs värderingsinstitut för att de ställde upp på våra intervjuer.

Göteborg 8 januari 2014

Karl Wallengren

Philip Forsberg

Sammanfattning

Denna uppsats är en kandidatuppsats med inriktning mot externredovisning på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet. Författarna till denna uppsats är Philip Forsberg och Karl Wallengren. Vi har haft Thomas Polesie, professor inom redovisning, som handledare.

Den problemformulering som ligger till grund för vår studie är på vilka grunder man tar fram det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet och hur rättvisande detta värde är. Det finns väldigt många olika sätt att ta fram det verkliga värdet på. Detta beror på att standarden IAS 40 som behandlar förvaltningsfastigheter är väldigt bred så det är svårt för de olika fastighetsbolagen att veta exakt hur de ska gå tillväga vid värdering av sina förvaltningsfastigheter.

Syftet med vår studie är att granska de olika fastighetsbolagen som behandlas i vår uppsats och gå djupare in på vilka parametrar som är viktigast när dessa fastighetsbolag värderar sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde.

De avgränsningar som har gjorts i vår studie är att vi har valt att granska tre fastighetsbolag, två börsnoterade och ett onoterat, för att kunna se likheter och olikheter för att kunna fokusera mer på respektive bolags värderingsprocess och således få en bättre inblick i hur deras värderingsprocess ser ut. Vi har även valt att endast granska fastighetsbolagens värdering av förvaltningsfastigheter och uteslutit rörelsefastigheter.

Efter att ha genomfört denna studie så kan vi konstatera att alla fastighetsbolag använder sig av snarlika värderingsmodeller, dock är de parametrar som dessa värderingsmodeller innehåller olika från fastighetsbolag till fastighetsbolag. Därför kan vi konstatera att de fastighetsbolag som redovisar det verkliga värdet på ett eller annat sätt i sin årsredovisning har kommit fram till detta värde på olika sätt och är således inte helt rättvisande. Vi vill dock påstå att det verkliga värdet på ett ungefär visar vad förvaltningsfastighetens marknadsvärde är ifall denna skulle avyttras och fyller således en viktig funktion.

Förslag till vidare forskning skulle kunna vara att mer ingående behandla ett antal olika fastighetsbolags värderingsmodeller och se vilka parametrar som ingår i dessa. I vår studie har vi bara behandlat de viktigaste parametrarna men man skulle i den vidare forskningen kunna analysera värderingsmodellerna mer på djupet och således mer i detalj kunna få fram vilka parametrar som ingår i värderingsmodellen, inte bara de viktigaste parametrarna.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1. Historik	1
1.2. Definitioner av olika begrepp.....	1
1.3. Problemets bakgrund och uppkomst.....	2
1.4. Problemformulering	3
1.5. Syfte.....	4
1.6. Avgränsning.....	4
1.7. Uppsatsens disposition	4
2. Metod	5
2.1. Metodval.....	5
2.2. Datainsamling	5
2.2.1. Intervjuer	6
2.3. Genomförande och tillvägagångssätt.....	7
2.4. Pålitlighet och restriktioner.....	7
2.5. Källkritik	7
2.6. Dataanalys.....	8
3. Referensram.....	9
3.1. Standarden IAS 40 för värdering till verkligt värde i teorin.....	9
3.1.1. Erkännande	9
3.1.2. Verkligt värde	9
3.1.3. Upplysningskrav	11
3.2. Utmaningar med att värdera förvaltningsfastigheter.....	11
3.3. Att bygga en stad.....	14
3.3.1. Värdeparametrar.....	15
3.4. Att bestämma ränta samt val av grunddata.....	15
3.5. En fastighetsvärderares tankesätt	17
4. Empiri	19
4.1. Castellum.....	19
4.2. Wallenstam	21
4.3. Aranäs	22
4.4. Jones Lang LaSalle	24
4.5. Göteborgs värderingsinstitut.....	25
5. Diskussion	27
6. Slutsats.....	32
7. Förslag till vidare forskning	33
8. Källförteckning.....	34
8.1. Årsredovisningar	35
Bilaga.....	36
Intervjufrågor	36

1. Inledning

I inledningen så tar vi mycket kortfattat upp begrepp och grundläggande historia.

1.1. Historik

Varför har fastigheter alltid varit av stor betydelse för människan?

Sedan väldigt långt tillbaks i tiden har fastigheter varit av stort intresse för oss människor. De har sett olika ut, varit av olika storlek och syftet med dem har varit olika, hur som helst så har alla olika typer av fastigheter haft stor betydelse och spelat en central roll i samhället. Fastigheter har använts till allt ifrån att skydda oss människor mot olika väder, olika temperaturer, angrepp samt utrymme där man kan förvara saker och ting. En fastighet tillfredsställer människans behov av trygghet, det är väldigt viktigt för oss människor att känna trygghet så detta är inget man kan kompromissa med. Oavsett om en privatperson köper sin första bostadsfastighet eller om ett företag planerar att genomföra en byggnation av hyresfastigheter i centrum så kommer fastigheter alltid vara av stor betydelse för människan och ett högaktuellt ämne. Vi vill med denna uppsats få en större förståelse för vilka parametrar som påverkar det verkliga värde som en fastighet är värderad till och som på återspeglas i en not eller i balansräkningen i fastighetsbolagets årsredovisning.

1.2. Definitioner av olika begrepp

För att bättre kunna förstå sambanden i vår uppsats har vi valt att först klargöra några viktiga begrepp. Alla dessa begrepp förekommer i denna uppsats och läsaren behöver förstå innebörden av dessa begrepp för att kunna förstå sambanden.

Den juridiska definitionen på *fastigheter* i Sverige är avgränsad fastighet inskriven i fastighetsregistret. En fastighet avgränsas antingen vertikalt, horisontellt eller både och. Till en fastighet hör byggnader och tillhörande utrustning som etablerats för permanent bruk (Jordabalk, 1970:994). Exempel på *tillbehör* till en fastighet kan vara stängsel, ledningar och byggnader samt liknande som placerats på fastigheten. Exempel på sådana tillbehör är vattenledningar, lås samt värmepannor.

Ett annat begrepp som är viktigt att förstå är begreppet *värde*. Ordet värde kan ha många betydelser, man kan exempelvis mäta ett värde monetärt. Ett ekonomiskt värde kan skapas på olika sätt, ett är att räkna ut nuvärdet av framtida kassaflöden eller den nytta som är av intresse som ett objekt medför. Begreppet värde kan också definieras som en fundamental uppfattning om hur något borde vara. Den sistnämnda definitionen av begreppet värde är ofta väldigt olika från person till person, speciellt mellan olika kulturer och vilken del av världen man kommer från.

Det är viktigt att *förvaltningsfastigheter* och *rörelsefastigheter* skiljs åt i redovisningen trots att en förvaltningsfastighet och en rörelsefastighet praktiskt skulle kunna vara samma byggnad. Det som skiljer en förvaltningsfastighet och en rörelsefastighet åt är att syftet med respektive fastighetstyp är olika. Förvaltningsfastigheter syftar till att generera framtida ekonomiska fördelar genom värdestegring, hyresintäkter eller både och. En rörelsefastighet definieras i sin tur som en fastighet vars syfte är att användas i ett företags produktion. Denna typ av fastighet behandlas inte i vår uppsats.

Begreppet *verkligt värde* är ett begrepp som genomgående används i vår uppsats. Med detta uttryck menas till vilken summa som en tillgång kan överlåtas mellan två kunniga parter som

är oberoende av varandra och där båda parter är intresserade av att affären genomförs. I vår uppsats är detta begrepp liktydigt med ett annat begrepp, marknadsvärde, i vår uppsats.

Vi har valt att fokusera på det monetära mervärde som förvaltningsfastigheter skapar, om inget annat anges. Vårt att tillägga är dock att det finns en stark korrelation mellan detta mervärde och den nytta som fastigheten skapar.

1.3. Problemets bakgrund och uppkomst

Den första Januari 2005 införde organisationen IASB standarden IAS 40, *förvaltningsfastigheter*. Detta innebär att fastighetsbolagen fick ett alternativ till att värdera sina förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde, att värdera dem till verkligt värde. Frågan man kan ställa sig är vad innebörden av verkligt värde är? Man kan då vidare fråga sig vilka de viktigaste parametrarna för att komma fram till det verkliga värdet är? IASB har både en definition och en syn på detta begrepp. Borde vi fråga oss vilka grunder och parametrar som det verkliga värdet baseras på? Det som definierar verkligt värde är, enligt IAS 40, det pris som en tillgång kan överlåtas för mellan två kunniga parter som är helt oberoende av varandra, dessa parter skall dessutom ha ett lika stort intresse för att transaktionen genomförs. Således innebär det att fastighetsbolagen får ta ett stort ansvar för att det verkliga värdet på förvaltningsfastigheterna återspeglar dess marknadsvärde på ett så korrekt sätt som möjligt utan att företaget köper och säljer fastigheter hela tiden. Det är det som är problematiken, att värdera sina förvaltningsfastigheter till ett så tillförlitligt värde som möjligt utan att kontinuerligt omsätta sina förvaltningsfastigheter. Då beaktas realisationsprincipen som säger att man inte skall ta upp värdeförändringar på tillgångar innan de realiserats.

Från och med den första januari 2005 så finns det en möjlighet att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Detta har lett till att fastighetsbolagens förvaltningsfastigheter har ökat i värde. Man kan dock ifrågasätta huruvida själva fastighetsbolagens värde har ökat, det är mer av en redovisningsfråga. Något som har blivit allt viktigare med tiden är att få informationens användare att förstå hur värderingsprocessen av förvaltningsfastigheter går till och vilka parametrar som denna grundas på. Då fastighetsbolagens egna kapital samt balansomslutning har blivit större och därför ser annorlunda ut nu jämfört med hur den såg ut innan IAS 40 infördes så har även nyckeltal som är viktiga för fastighetsbolagets investerare påverkats.

En för många mycket drivande faktor är pengar och värde. Är det möjligtvis så att värdering till verkligt värde skapar en möjlighet att på kort sikt värdera förvaltningsfastigheterna till ett högre värde till sin fördel? Syftet med IASB's redovisning är att anpassa fastighetsbolagens finansiella rapporter till de, efter införandet av IAS 40, främsta intressenterna som numera är investerarna. IASB's redovisning syftar vidare till att på ett så tydligt sätt som möjligt återspegla företagets ekonomiska verklighet.

Innan investerarna var fastighetsbolagens huvudsakliga intressenter så spelades denna roll av ägarna. Man trodde också att de olika intressenternas preferenser var olika gällande på vilket sätt man skulle ta fram det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet. Man kan exempelvis anta att en intressent i form av en ägare i ett fastighetsbolag vill värdera förvaltningsfastigheterna till ett så högt värde som möjligt. En annan intressent är långgivare som exempelvis kan utgöras av banker. Långgivare kan antas vilja värdera förvaltningsfastigheterna så försiktigt som möjligt för att minska risken när de lånar ut pengar till fastighetsbolagen. Här finns en möjlighet att generera ett överskott som sedan kan leda till utdelning.

Sedan den första stora börskraschen som inträffade i början av 1900-talet så har värdering av förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde varit att föredra. Relevans är en kvalitativ egenskap som fått allt mer och mer uppmärksamhet det senaste. Detta styrks av värderingen till verkligt värde i de finansiella rapporter som fastighetsbolagen genomför.

Gustav Lundkvist, Thomas Polesie och Asgeir B. Torfason skriver om en *trekantsmodell* i *Att bygga en stad (2011)*, i denna litteratur nämns det så kallade *användarvärdet* som är en annan definition på ordet värde. Här diskuteras varför man skall ha ett värde på sina förvaltningsfastigheter om man ändå inte skall avyttra dem. Man påstår här att användarvärdet blir allt viktigare ju längre tidshorisonten är. Det innebär att det inte finns någon anledning för ett fastighetsbolag som enbart förvärvar och förvaltar förvaltningsfastigheter att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde om det värde som bolaget fokuserar på är användarvärdet.

1.4. Problemformulering

Det är lättare sagt än gjort att värdera förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Vad är det som säger att vissa parametrar skall ingå i värderingsprocessen och att andra inte skall göra det? På vilka grunder tar man fram ett verkligt värde på en förvaltningsfastighet och hur rättvisande är detta värde? Alla aktörer tar inte fram det verkliga värdet på förvaltningsfastigheter på samma sätt och således är de olika aktörernas värderingsprocesser olika. Det kan dessutom vara så att det är överflödigt att värdera sina förvaltningsfastigheter till ett verkligt värde ifall man inte tänkt avyttra sina förvaltningsfastigheter. Om så är fallet är det så kallade användarvärdet mer aktuellt, detta gäller för Aranäs som vi behandlar i denna studie.

Att olika fastighetsbolag fokuserar på olika värden är orsaken till att olika parametrar inkluderas i olika fastighetsbolags värderingsmodeller. Ett par viktiga frågor att ställa sig är vem det är som värderar en förvaltningsfastighet? På vilket sätt samlar man in data för att kunna skapa sig en bra uppfattning om värdet på en förvaltningsfastighet? Finns det någon parameter som ingår i värderingsmodellen som är viktigare än någon annan parameter? Det finns väldigt många sätt att komma fram till det så kallade verkliga värdet på en förvaltningsfastighet, då är en fråga som är väldigt viktig att ställa sig vilket värde som återspeglar det verkliga värdet på bästa möjliga sätt? Då kan man vidare ställa sig frågan hur man vet vilket värde som bäst återspeglar värdet på en förvaltningsfastighet? Dessa olika frågor mynnar ut i två mer övergripande frågor, hur man definierar verkligt värde samt hur tillförlitligt det verkliga värdet är? vad grundar sig förvaltningsfastigheternas värden på i fastighetsbolagens balansräkning?

1.5. Syfte

Syftet med vår studie är att få en bättre inblick i grunderna för värdering av förvaltningsfastigheter samt få en bättre förståelse för problematiken med detta. Då det inte finns något rakt svar på vår problemformulering samt att det är ett komplext område som är aktuellt så anser vi det vara intressant att diskutera detta område.

1.6. Avgränsning

Vi har i vår studie valt att analysera tre fastighetsföretag i Göteborgsregionen. Två av dem är börsnoterade och ett är inte börsnoterat. Vi har valt att analysera både börsnoterade- och ett icke-börsnoterat bolag för att kunna se likheter och olikheter mellan de olika bolagen med fokus på deras värderingsprocesser.

Vi valde att analysera Wallenstam, Castellum samt Aranäs då vårt mål var att analysera företag vars huvudsakliga verksamhet är att förvalta samt utveckla förvaltningsfastigheter. Med hänsyn tagen till vårt tillvägagångssätt samt metod så ansåg vi att Wallenstam, Castellum samt Aranäs var en tillräcklig grund för vår studie samt företag som var lämpliga för vår studie.

Utöver att studera dessa fastighetsbolag har vi även låtit en representant för Jones Lang LaSalle och en representant för Göteborgs värderingsinstitut, två värderingsföretag, beskriva hur deras värderingsprocess ser ut vid värdering av förvaltningsfastigheter.

I vår studie har vi även avgränsat oss genom att utesluta IFRS och analyserar på så sätt inte huruvida fastighetsbolagen rättar sig efter standarden IAS 40. Därför diskuteras inte heller om redovisningsstandardens IAS 40 är en lämplig grund för värdering utan hur fastighetsbolagen faktiskt värderar sina förvaltningsfastigheter.

1.7. Uppsatsens disposition

Inledning – I detta avsnitt presenterar vi ämnet för vår uppsats

Metod – Här redogörs för hur vi har gått tillväga när vi har samlat in data, hur vi valt att genomföra vår studie samt hur vi har genomfört våra intervjuer.

Teoretisk Referensram – Här redogörs för den teoretiska referensramen som ligger till grund för vår studie, dessutom ställs vår teoretiska referensram mot vår empiri för att kunna föra en diskussion.

Empiri – Här presenteras den data som vi har samlat in från intervjuer samt årsredovisningar. Den här delen av studien kommer i diskussionsavsnittet att ställas mot vår teori.

Diskussion – Det som framgått i vår empiri samt det som presenteras i vår teori diskuteras i den här delen av vår studie.

Slutsats – I den här delen av vår uppsats tas det som framkommit av vår studie upp samt förslag till fortsatt forskning.

Bilagor – I detta avsnitt hittas de frågor vi använt oss vid genomförda intervjuer samt vår litteraturförteckning.

2. Metod

Vi har valt att göra en kvalitativ studie. Precis som det låter så präglas denna typ av studie av kvalitet. Fallstudier eller djupgående intervjuer är två sätt att gå tillväga på för att genomföra en kvalitativ studie. Det är lämpligt att innehållet i denna typ av studie till stor del består av empiri och att det finns ett starkt samband mellan empirin och det som undersöks.

Då vi vill undersöka vad som ligger till grund för de värden på förvaltningsfastigheterna som finns i fastighetsbolagens balansräkning så lämpar sig denna typ av studie bäst.

En kvantitativ studie är raka motsatsen till en kvalitativ studie. Väljer man att genomföra en kvantitativ studie så tar man fram kvantitativ data av olika slag för att dra en eller flera slutsatser. En kvantitativ studie är mer objektiv för att man undersöker respektive objekt i kortare utsträckning och således ökar risken för att man missar unika värden hos respektive objekt. Eftersom respektive objekt studeras i kortare utsträckning så kan man istället undersöka fler objekt än om man gör en kvalitativ studie vilket är en stor fördel med kvantitativa studier. Man får tillgång till mer data och således borde man kunna få en bredare syn på ämnet.

2.1. Metodval

De bolag som vi valt att basera vår studie på är Wallenstam, Castellum och Aranäs. Wallenstam är ett börsnoterat bolag sedan 1984, Castellum är ett börsnoterat bolag sedan 1997 och Aranäs är ett onoterat bolag. Dessa har valts för att ge en så stor skildring som möjligt. De tre studerade bolagen verkar inom fastighetsbranschen men på två olika geografiska nivåer. Wallenstam verkar på en nationell nivå, detsamma gäller för Castellum med undantag för Köpenhamn. Aranäs verkar på en lokal nivå, i Kungsbacka som ligger i Göteborgsregionen.

Vårt mål med denna studie har varit att få en djupare förståelse för på vilka grunder som värdet på en förvaltningsfastighet baseras på. För att uppnå vårt mål så har vi behövt läsa relevant litteratur, göra intervjuer med fem personer från tre olika fastighetsbolag och två bolag som oberoende sysslar med fastighetsvärdering. För att vi skulle kunna uppnå vårt mål och få en djupare förståelse kring detta ämne under den tid vi haft på oss så valde vi att hantera ett fåtal objekt och analysera dessa lite djupare istället för att hantera ett större antal objekt och analysera dessa på en lägre nivå. Vi ansåg att studien skulle bli mer intressant om vi valde den metod som vi valde och vi insåg också väldigt snabbt att det skulle ta mer tid än vi hade att samla in all nödvändig data, genomföra alla intervjuer samt läsa all relevant data om vi valt att analysera fler fastighetsbolag. Vi tror också att detta skulle kunnat leda till att vi blandar ihop de olika objekten för att vi då behövt samla in väldigt mycket information på väldigt kort tid.

Då definitionen på en kvantitativ studie är att man behandlar många objekt så kan man tycka att denna typ av studie hade passat bättre för vår studie då det finns fördelar med att jämföra flera objekt. Den restriktion som finns med att göra en kvantitativ studie är att de hypotetiska försäljningsvärdena som finns på förvaltningsfastigheterna saknar objektivitet och därmed är risken för att informationen är missvisande mycket större än om man gör en kvalitativ studie.

2.2 Datainsamling

Empirin som vi baserar vår studie på består av både förstahands- och andrahandskällor. De förstahandskällor som har legat till grund för vår studie är intervjuer med en person från respektive företag som vi har undersökt. Vi har genomfört två intervjuer, en med Åsa Linder

på Jones Lang LaSalle, ett internationellt onoterat bolag, och en med Gunnar Sköldeberg på Göteborgs värderingsinstitut, ett onoterat bolag som verkar i Göteborg. Både Linder och Sköldeberg jobbar som externa värderare av förvaltningsfastigheter. Representanterna från respektive fastighetsbolag som vi intervjuat är Mats Herner från Wallenstam, Håkan Hellström från Castellum samt Dag Bergäng från Ivar Kjellberg Fastighets AB.

De andrahandskällor som vi har använt oss av är årsredovisningar, doktorsavhandlingar, artiklar samt litteratur. Dessa stöds av våra förstahandskällor för att läsaren skall få en fördjupad och ökad förståelse.

Vår teoretiska referensram består uteslutande av doktorsavhandlingar, artiklar, litteratur samt IAS 40 ur regelverket IFRS. Professor Thomas Polesie har varit till stor hjälp vid val av litteratur.

Den teoretiska referensramen baseras enbart på sekundärdata. Detta ger en väldigt kritisk synpunkt på vårt insamlade material från början. Då vår empiriska del består av både förstahands- samt andrahandskällor så har vi kunnat samla in information på ett kontrollerat samt trovärdigt sätt. Vi har kunnat styra de intervjuade genom att ställa de frågor som var mest relevanta för studien och således kunnat få all den information som vi behövt så att vi har kunnat avspegla ett så rättvist resultat som möjligt.

Den information som insamlats från andrahandskällorna är både relevanta och tillförlitliga för vår studie då de är aktuella och uppdaterade.

Till hjälp för att genomföra vår studie har vår handledare tillhandahållit litteratur och uppsatser samt lämpliga intervjupersoner på utvalda fastighetsbolag. Vidare har lämpliga källor hittats genom tidigare uppsatser samt avhandlingar.

Efter att intervjuerna genomförts gav respektive fastighetsbolag oss sin årsredovisning förutom Castellum, deras årsredovisning hittade vi på deras hemsida.

I diskussionsdelen skapar vi oss en egen uppfattning utifrån vår empiri och teori om hur en värderingsprocess kan genomföras, vilka faktorer som är viktigast i processen samt hur detta återspeglas i fastighetsbolagens årsredovisning.

2.2.1. Intervjuer

Vi har valt att genomföra fem intervjuer, tre utav dem gjordes med en representant för respektive fastighetsbolag som vi har studerat, Mats Herner från Wallenstam, Håkan Hellström från Castellum samt Dag Bergäng från Aranäs.

De två resterande intervjuerna genomfördes med en representant för respektive värderingsföretag, Åsa Linder från företaget Jones Lang LaSalle samt Gunnar Sköldeberg från företaget Göteborgs värderingsinstitut.

Intervjun med Håkan Hellström, före detta VD för Castellum, genomfördes i Landala squashhall. Då han inte ville bli inspelad så fördes istället anteckningar.

Intervjun med Wallenstam genomfördes på Wallenstams kontor i Göteborg med Mats Herner, exploateringschef för bolaget. Då vi fick lov att spela in honom under intervjun så gjorde vi det och förde samtidigt anteckningar för att komplettera inspelningen med detta.

Vi genomförde en intervju med Dag Bergäng, ekonomichef på Ivar Kjellberg Fastighets AB. Då Aranäs är ett dotterbolag till Ivar Kjellberg Fastighets AB så fick Dag Bergäng

representera Aranäs. Intervjun genomfördes på Ivar Kjellberg Fastighets AB's kontor i Göteborg. Då vi fick lov att spela in honom så gjorde vi det och samtidigt fördes anteckningar för att kunna återberätta det insamlade materialet på ett så korrekt sätt som möjligt.

Intervjun med Jones Lang LaSalle genomfördes med Åsa Linder, chef för forskning och värdering i Sverige. Då hennes kontor ligger i Stockholm så hade vi ingen möjlighet att genomföra intervjun på plats och det fanns ingen möjlighet att spela in henne så vi förde istället så noggranna anteckningar som möjligt.

När vi genomförde våra intervjuer så använde vi oss av en mall med öppna intervjufrågor som vi förberett inför intervjuerna. Några av dessa frågor kunde vi ställa till de intervjuade på grund av att vi kollat på värdet på fastighetsbolagens förvaltningsfastigheter i respektive fastighetsbolags balansräkning i deras årsredovisningar. Vi såg till att vara pålästa inför intervjuerna för att kunna ställa följdfrågor till de intervjufrågor vi hade förberett och således kunde vi få igång en intressant diskussion. De öppna frågorna som vi hade förberett har legat till grund för de följdfrågor som vi sedan ställde under våra intervjuer. Beroende på hur intervjuerna utvecklade sig och hur den diskussion vi fick igång artade sig så anpassade vi följdfrågorna därefter.

2.3. Genomförande och tillvägagångssätt

För att få tillräckligt med information för att kunna förstå vad som ligger till grund för problematiken med verkligt värde så läste vi en mängd vetenskapliga artiklar samt teoretisk litteratur som berör tillförlitlighet och relevans samt hur dessa två förhåller sig till verkligt värde.

Samtidigt som vi läste vetenskapliga artiklar så läste vi också de studerade bolagens årsredovisningar för 2012 års bokslut med fokus på bolagens värderingsmodeller. Vi jämförde bolagens olika värderingsmodeller för att se likheter och skillnader mellan de olika bolagens värderingsmodeller. När vi studerade respektive bolags årsredovisning så tittade vi också på värdet på fastighetsföretagens förvaltningsfastigheter i balansräkningen och således kunde vi ställa de frågor vi ställde i våra intervjuer.

Efter att vi samlat in detta underlag har vi sammanställt det i rapporten. Vidare har vi gjort en analys av materialet genom att sätta empiri och teori mot varandra. På så vis har vi kommit fram till vår slutsats.

2.4. Pålitlighet och restriktioner

Då studien delvis bygger på förstahandskällor som insamlats genom intervjuer vilka genomförts under kontrollerade samt rättvisande förhållanden så kan trovärdigheten anses vara hög. Då vi intervjuat representanter för olika företag så är det svårt att enbart få neutrala svar från de intervjuade då representanterna för respektive bolag kan vara något subjektiva.

2.5. Källkritik

Det har varit viktigt för oss att hitta litteratur som har ett så aktuellt innehåll som möjligt. Varför detta varit så viktigt för oss är för att det ständigt sker förändringar inom redovisningsområdet gällande tolkningar, praxis och lagar.

Vi har samarbetat med en professor som har mycket erfarenhet inom området när vi valt den litteratur som vi använt oss av för att på så sätt kunna få den mest relevanta och aktuella informationen som möjligt.

Vi har genomfört fem intervjuer med representanter från både fastighetsbolag och värderingsbolag för att få perspektiv på hur praxis ser ut inom området.

Då vi intervjuat tre fastighetsbolag och två värderingsbolag så innebär det att vi fått lite mer förståelse för hur det ser ut från de olika perspektiven än ifall vi bara intervjuat en person från respektive perspektiv, alltså ett fastighetsbolag och ett värderingsbolag.

Det finns inget problem med att alla fastighetsbolag måste redovisa i enlighet med IAS 40 då de bolag som inte gör det har med detta i sin interna värdering samt förvaltningsberättelsen. Då vårt mål med intervjuerna var samla in så mycket information som möjligt så har det varit mer lämpligt att få igång en diskussion under våra intervjuer istället för att ställa stängda frågor till de intervjuade vilket hade lett till att vi bara fått specifik information från de intervjuade.

2.6. Dataanalys

All den information som samlats in genom intervjuer, årsredovisningar och litteratur har vi, författarna emellan, och även tillsammans med vår handledare Thomas Polesie diskuterat. Thomas Polesie är professor inom redovisning.

För att få en så djup förståelse som möjligt inom ämnet så har vi läst mycket litteratur för att på så sätt kunna förstå kopplingen mellan de svar vi fått från de intervjuade och vår teoretiska referensram. Författare till litteraturen refereras till löpande och litteraturförteckning samt fullständig källhänvisning återfinns i slutet av vår uppsats.

3. Referensram

I den här delen av studien presenteras det material som lägger grunden för vår referensram. Det är mot denna vi ställer empiridelen senare i vår uppsats.

3.1. Standarden IAS 40 för värdering till verkligt värde i teorin

Enligt standarden IAS 40 som ingår i regelverket IFRS skall en förvaltningsfastighet i ett noterat bolag värderas till verkligt värde eller anskaffningsvärde. Detta regleras enligt IAS 40 som definierar hur verkligt värde och anskaffningsvärde skall fastställas. Definitionen av en förvaltningsfastighet är enligt IAS 40 att fastigheten skall generera framtida hyresintäkter, stiga i värde alternativt en kombination av dessa (IAS 40, Punkt 5). Denna definition av en fastighet är avgörande för fastighetens värdering då det annars rör sig om en annan typ av fastighet, nämligen en rörelsefastighet.

Ett annat centralt begrepp i IAS 40 är redovisat värde. Definitionen av detta begrepp är till vilket värde en förvaltningsfastighet redovisas i fastighetsbolagens finansiella rapporter.

3.1.1. Erkännande

För att en förvaltningsfastighet skall kunna tas upp i redovisningen som en tillgång så måste förvaltningsfastigheten generera framtida ekonomiska fördelar som gynnar företaget och man måste på ett tillförlitligt sätt kunna beräkna förvaltningsfastighetens anskaffningsvärde. Dessutom måste man ha bestämmanderätt över förvaltningsfastigheten.

När man förvärvar en förvaltningsfastighet så är anskaffningsvärdet detsamma som det verkliga värdet eftersom anskaffningsvärdet just då är det värde som avspeglar marknadsvärdet. I anskaffningsvärdet inkluderas fastighetens inköpspris samt kostnader som uppkommer i samband med förvärvet.

Enligt IAS 40 kan ett bolag välja att värdera sina fastigheter till antingen anskaffningsvärde alternativt verkligt värde. Anskaffningsvärdet är det värde som erhålls vid förvärvsdagen samt kostnader som kan tillföras fastigheten vid förvärvet. Om man värderar sina förvaltningsfastigheter enligt anskaffningsvärdemetoden men sen väljer att byta värderingsmetod till verkligt värde metoden så finns det sedan ingen möjlighet att byta tillbaka till anskaffningsvärdemetoden igen.

3.1.2. Verkligt värde

IAS 40's definition av verkligt värde återfinns i punkt 5 av regelverket och lyder enligt följande *"Verkligt värde är det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer"*. Vid värdering av fastigheter till verkligt värde enligt IAS 40 ges det tre olika alternativ för att fastställa det verkliga värdet (Lorentzon 2011). De olika alternativen rangordnas efter hur relevanta de är för att fastställa det verkliga värdet på fastigheten. De tre alternativen är:

1. I första hand skall värdet av en fastighet på en aktiv marknad utgöra grunden för värderingen till verkligt värde på fastigheten.
2. I andra hand skall värdet på en liknande fastighet på en aktiv marknad utgöra grunden för den specifika fastigheten.

3. Om det inte finns någon information att hämta vid användning av de ovan nämnda alternativen kan ett tredje och sista alternativ användas. När detta alternativ tillämpas så prognostiseras samtliga framtida kassaflöden av fastigheten och diskonteras till ett nuvärde. I uträkningen av det diskonterade verkliga värdet på fastigheten skall en marknadsmässig ränta användas med avseende på osäkerheten i framtida betalningar.

Det verkliga värdet skall avspegla olika aspekter, exempelvis framtida kassaflöden som i detta fall består av hyresintäkter samt inkomster från fortlöpande hyresavtal. Om förvaltningsfastigheten kan ge upphov till framtida utbetalningar så skall dessa också avspeglas.

Det är inte tillåtet att sätta ett värde på förvaltningsfastigheten som grundar sig på vad säljaren tror att man kan få för förvaltningsfastigheten om man avyttrar den i framtiden. Definitionen av "kunniga" köpare och säljare i den här situationen är att båda parter skall sitta på en rimlig mängd kunskap om den aktuella förvaltningsfastigheten, dennes användningsområde samt förutsättningarna på marknaden. Köpare och säljare får inte komma överens om ett pris om dessa har gemensamma intressen.

Värdering till anskaffningsvärde ska väljas om verkligt värde inte kan fastställas på ett tillförlitligt sätt (IAS 40, Punkt 53). I IAS 40, punkt 53, fastställs vidare att om bolaget i framtiden kan, på ett tillförlitligt sätt, värdera sina fastigheter till ett verkligt värde skall denna metod användas istället för anskaffningsvärdemetoden.

Det värde som på bästa sätt avspeglar förvaltningsfastighetens värde är det man kommer fram till när man jämför förvaltningsfastigheten med andra förvaltningsfastigheter på en aktiv marknad då det på en aktiv marknad finns aktuella priser på förvaltningsfastigheter.

När man jämför förvaltningsfastigheten med liknande förvaltningsfastigheter på en aktiv marknad så tittar man på ett antal olika saker. Förvaltningsfastigheten som man jämför med skall likna bolagets egen förvaltningsfastighet vad det gäller skick, storlek samt läge. Bolagets egen förvaltningsfastighet och den förvaltningsfastigheten som man jämför med skall dessutom ha liknande hyresavtal. Man gör dessutom justeringar för de båda förvaltningsfastigheternas olikheter.

Om det inte finns en aktiv marknad så säger IAS 40 att man skall jämföra med de senaste priserna på förvaltningsfastigheter på en marknad som är mindre aktiv. Man gör också här justeringar för de olikheter som finns förvaltningsfastigheterna emellan. Om det skulle vara så att inte heller denna typ av marknad finns att tillgå så är det sista alternativet att använda sig av diskonteringsmodeller för att kunna bedöma framtida kassaflöden. Detta bygger man på olika externa faktorer, ett exempel på en sådan är aktuella marknadshyror på förvaltningsfastigheter med liknande läge i liknande skick. Förutom externa faktorer används också hyresavtal som hjälp vid bedömningen av de framtida kassaflödena.

Det som ligger till grund för vilken diskonteringsränta man använder är hur hög risknivån är och hur marknaden ser på framtida kassaflöden. Om det inte på något av ovanstående sätt går att ta fram det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet skall denna tillsvidare värderas till anskaffningsvärde vilket också innebär att den istället följer standarden IAS 16. När man värderar förvaltningsfastigheten till verkligt värde så måste man fortsätta med det till dess att förvaltningsfastigheten inom företaget istället definieras som en rörelsefastighet eller säljs av.

3.1.3. Upplyningskrav

I IAS 40 så framgår att det finns ett antal upplyningskrav som ett redovisande bolag måste följa. Om man har valt att redovisa till verkligt värde så måste man bland annat uppfylla dessa krav: *Vilka metoder som använts och vilka betydande antaganden som tillämpats när företaget fastställt verkliga värden på förvaltningsfastigheterna, inklusive 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 ska anges) på grund av fastighetens speciella karaktär eller avsaknad av jämförbara uppgifter från marknaden.* Det skall också tydligt framgå ifall en värdering av förvaltningsfastigheten gjorts av en objektiv värderingsman som sitter på relevanta och accepterade kunskaper om objektet i fråga.

3.2. Utmaningar med att värdera förvaltningsfastigheter

Enligt Lorentzon (2011) är det en utmaning för fastighetsbolagen att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde om en försäljning inte har utförts. För vissa tillgångar är det lätt att bedöma detta värde. Ett exempel på en sådan tillgång är en aktie som har ett aktuellt dagspris och bestäms av marknaden. Det är dock svårare att fastställa ett verkligt värde på mindre homogena tillgångar som exempelvis förvaltningsfastigheter. Då kan andra metoder än marknadsvärdering behöva tillämpas i enlighet med IAS 40.

Om värdering av en fastighet grundas i kalkyler samt bedömningar så som diskontering av framtida kassaflöden kan det värdet bedömas som ett subjektivt värde då utrymme finns för egna bedömningar och värderingar. Matematiskt är det ingen svårighet att genomföra en diskontering av framtida kassaflöden hos en förvaltningsfastighet. Dock menar Lorentzon att denna enkelhet är vilseledande då dilemmat i värderingen är att uppskatta ingående parametrar. På grund av dess enkelhet kan det bli en utmaning att direkt se de antaganden som har gjorts i modellen samt vilka parametrar man använder sig av vid bedömningen av förvaltningsfastighetens verkliga värde vilket leder till att det uppskattade värdet blir mindre tillförlitligt.

Som beskrivits ovan är skillnaden mellan att värdera en fastighet till anskaffningsvärde eller verkligt värde väsentlig. Detta är något som fått mer uppmärksamhet inom forskningen då åsikterna inte är entydiga mellan vilken metod som är bäst och att man i praktiken valt att värdera fastigheter till verkligt värde enligt Lorentzon (2011). Det verkliga värdet ska hämtas från fungerande marknader. Detta är dock något som sällan inträffar på en marknad enligt Nordlund (2008). Istället för det verkliga värde som grundas på marknaden så används beräkningar samt bedömningsmetoder för att fastställa det verkliga värdet (Lorentzon 2011). Här skulle istället bolagets egna uppfattningar tas med i beräkningarna. Detta skulle motsätta sig IFRS och dess försök till en tillförlitlig värdering av fastigheter.

Marknadsvärdet har lett till en förändrad begrepps bild i redovisningen. En förutsättning för att förvaltningsfastigheter skall värderas lika i alla fastighetsföretag är att begreppet verkligt värde tolkas på samma sätt av alla företag.

Verkligt värde är ett begrepp som kan tolkas på många olika sätt och det är svårt att fastställa det genom att göra beräkningar. Problemet ligger inte i att välja vilken värderingsmodell som skall användas utan snarare svårigheterna med att fastställa vilka parametrar som ingår i begreppet samt att bedöma dessa parametrar. Den största förändringen inom redovisningsområdet på väldigt lång tid är övergången från att värdera fastigheter till anskaffningsvärde till att värdera fastigheter till verkligt värde, ett värde som är mer marknadsorienterat.

Vilket utav anskaffningsvärde och verkligt värde som rekommenderats har skiftat över tiden. Det har aldrig funnits enighet gällande vad man ska grunda värderingen på för att på ett så bra sätt som möjligt avspeglar ett företags ställning och resultat. Anskaffningsvärden har under lång tid haft en stark ställning då man menade på att marknadsvärden utgjorde en orsak till börskraschen 1929.

Enligt IAS 40 så har ett företag möjlighet att välja mellan att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde eller anskaffningsvärde. Den värderingsmetod som företaget väljer att använda sig av vid värdering av sina förvaltningsfastigheter måste användas på alla förvaltningsfastigheter. Man kan byta värderingsmetod till verkligt värde från anskaffningsvärde men inte åt andra hållet. Väljer man att redovisa sina förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde så måste man ha med förvaltningsfastigheternas verkliga värde i en not i årsredovisningen.

De olika metoderna är fördelaktiga på olika sätt. När ett företag skall välja värderingsmetod så finns det olika faktorer som har ett finger med i spelet. Dessa faktorer är agentkostnader, informationsasymmetri och opportunist (Quagli & Avallone, 2010; 8 Fields m fl., 2001).

Definitionen av agentteorin är att det finns en affärsförbindelse genom ett avtal där det finns en uppdragsgivare (principalen) och en uppdragstagare (agenten). Dessa parter hamnar i en konflikt gällande informationsflödet då agenten sitter på mer information än vad principalen gör vilket också är definitionen på informationsasymmetri.

Principalen behöver få en del uppgifter utförda och det är agentens uppgift att genomföra dessa mot betalning. Det problem som skapas är osäkerheten kring om agenten kommer att agera för principalens bästa. Principalen kan minska problematiken genom att hålla koll på kostnaderna så att agenten inte avviker från att agera för principalens bästa (Jensen & Meckling, 1976). Quagli & Avallone säger att företag oftast väljer att tillämpa verkligt värde metoden därför att faktorerna informationsasymmetri och opportunist får de flesta företag att dra åt det hållet.

Vid valet av värderingsmetod har det visat sig att de flesta företag väljer verkligt värde metoden. En anledning till detta är att metoden återspeglar företagets ekonomiska situation och värdet på fastigheterna på ett mer rättvisande sätt. Eftersom verkligt värde metoden utgår från framtida intäkter som företagets förvaltningsfastigheter kommer att generera i framtiden, vilket är mer relevant information för investerare och aktieägare, så är det också en anledning till att de flesta företagen väljer att tillämpa denna metod när de ska värdera sina förvaltningsfastigheter. När företagen tillämpar denna metod så minskar dessutom informationsasymmetrin. (Quagli & Avallone, 2010).

Om ett företag väljer att värdera sina förvaltningsfastigheter genom att tillämpa anskaffningsvärdesmetoden så döljs företagets faktiska ekonomiska situation och dessutom ges utrymme för manipulation. Då man inte värderar förvaltningsfastigheterna på ett korrekt sätt, alltså till verkligt värde, så ges ledningen en möjlighet att undanhålla företagets brister. Om anskaffningsvärdesmetoden tillämpas blir förvaltningsfastigheternas värde inaktuellt med tiden då förändringar ej påverkar värdet och således leder till negativa effekter vid investeringar. Denna metod ger inte heller information till intressenter som är relevant för dessa (Barlev & Haddad, 2003).

Det finns ett par olika motiv för ett företag att agera på ett opportunistiskt sätt. Ett är att chefen använder sig av exempelvis ersättningar som är kopplade till resultatet eller bonusprogram för att öka inkomsterna och på så sätt maximera företagets värde. Transaktionen mellan ledningen och aktieägare leder till att ledningens nytta ökar på grund av att den innehar optioner och aktier.

Ett annat motiv är att om chefen har en komparativ fördel av att ge företaget information om framtida kassaflöden, med andra ord om chefen sitter på information som externa intressenter inte har så förväntas chefen ge information om den ekonomiska ställningen i företaget.

Då kassaflöden och redovisningsmetoder korrelerar med varandra så väljer chefen att använda den mest effektiva metoden för att företagets värde skall bli så högt som möjligt alternativt flytta resultatets överskott till redovisningsperioder längre fram, med andra ord betar man sig opportunistiskt (Holthausen, 1990). Verkligt värde metoden förstör utrymmet för opportunistisk då den handlar om att antaganden upprepas samt om värdering av framtida intäkter (Quagli & Avallone, 2010).

Det finns kritik mot de framtida antaganden som görs när man tillämpar verkligt värde metoden vilket har skadat metodens tillförlitlighet (Watts, 2003). Anskaffningsvärdesmetoden är betydligt mer tillförlitlig då värdet bestäms först när förvaltningsfastigheten realiserats (Quagli & Avallone, 2010).

Då anskaffningsvärdesmetoden baseras på verifierbarhet och objektivitet så anser Bengtsson (2008) att denna metod är en säker metod att använda sig av vid värdering av förvaltningsfastigheter. Det är viktigt för intressenter att man kan göra olika val och bedömningar inom de olika redovisningsstandarderna då de på grund av detta alltid kan få tillgång till viktig information om företagets ekonomi. Chefer tror dock inte att det finns information om marknader som är perfekta (Fields m.fl., 2001).

När ett avtal ingås mellan en agent och en principal så uppkommer frågan om agentens ersättning som denne skall ha för att ha lagt ner arbete på uppdraget. Det kan dock förekomma konflikter gällande utformningen av dessa avtal. Man kan istället förlita sig på finansiell information, det förbättrar relationen mellan investerare och chefer samt förebygger konflikten mellan agenten och principalen (Quagli & Avallone, 2010).

När man ska välja vilken metod som skall användas vid redovisning av den finansiella informationen kan det dock uppstå konflikter. En investerare vill inte ta en för stor risk när denne investerar i ett objekt, därför är det viktigt för företaget att visa investeraren att denne inte tar en allt för stor risk vid en eventuell investering. IAS 40 föredrar därför att förvaltningsfastigheten värderas med hjälp av verkligt värde metoden istället för anskaffningsvärdesmetoden. Fördelarna med detta är att det finns en möjlighet att informationsasymmetrin minskar samt att investerarens risktänkande minskar och således kan företagets agentkostnader minska (Holthausen, 1990). Om ledningen är mer effektiv så kan förhoppningsvis problemen mellan agenten och principalen minska gällande agentkostnaderna. En förutsättning för att detta skall hända är att företaget tillämpar verkligt värde metoden som redovisningsmetod (Barlev & Haddad, 2003).

I vissa fall ökar agentkostnaderna när man tillämpar verkligt värde metoden (Quagli & Avallone, 2010). Risken kan exempelvis öka för investerare då denna metod kan bidra till att inkomster fluktuerar samt att bedömningar om framtiden och upprepade antaganden som verkligt värde baseras på ger opportunist ett större utrymme (Martin m.fl., 2006). Om en

aktiv marknad inte existerar så blir agentkostnaderna högre med tillförlitligheten (Quagli & Avallone, 2010). Agenten kommer i högre grad att anpassa sig till principalens preferenser ifall agenten på grund av detta kan öka sin bonus (Fields m.fl., 2001).

Det finns anledning att gå djupare in på ett antal teoretiska modeller som företag använder sig av vid värdering av förvaltningsfastigheter då många fastighetsbolag i Sverige som följer standarden IAS 40 använder sig av olika avkastningsmodeller.

Enligt Persson (2011) finns det olika avkastningsmodeller som kan användas för att räkna fram ett värde på en förvaltningsfastighet. Om en modell grundas på en avkastningskalkyl så är modellens huvudsakliga syfte att räkna fram nuvärdet av framtida intäkter netto under ett bestämt antal perioder vari det finns ett räntekrav. Persson delar in modellerna i tre olika kategorier: direktavkastningsmetoder, räntabilitetsmetoder samt kassaflödesmetoder. När man använder sig av räntabilitetsmetoden så tar man fram nuvärdet av restvärdet samt driftsnettot under en bestämd tidsperiod. Detta resulterar alltså i en diskonteringsmodell som ofta används när tidsperioden är bestämd.

3.3. Att bygga en stad

I boken *Att bygga en stad (2011)* beskriver Lundkvist, Torfason och Polesie hur en stad bildas. De menar att stadens byggnader står i centrum och att allting utgår därifrån. Utgångspunkten är de element som skapar värde för en förvaltningsfastighet, det vill säga den nytta som de boende kan förses med. Författarna har i boken valt att fokusera på bostadsområdet Kvillestaden som är beläget på Hisingen i Göteborg.

I stora drag så beskriver författarna sin egen uppfattning om vem som bygger fastigheter i en stad samt sköter dess underhåll. Denna uppfattning undersöks också i boken. Man har valt att studera Ivar Kjellberg Fastighets AB som förvärvar och förvaltar fastigheter i Göteborg och dess kranskommuner. Man går igenom andra avhandlingar samt rapporter där samma ämne behandlas, man gör olika studiebesök samt intervjuer med nyckelpersoner. Man får här reda på vad man måste ha kunskap om för att kunna bedöma värdet på en förvaltningsfastighet. Författarna gör här ett försök att på ett så tydligt sätt som möjligt beskriva hur deras perspektiv på marknaden ser ut. Det konstateras också att det finns fyra områden man måste ha förståelse för och skillnaden mellan dessa. De fyra områdena är bostäder, lokaler, bygga fastigheter samt förvalta fastigheter. Andra viktiga faktorer som har betydelse vid nybygge av förvaltningsfastigheter är industriella förutsättningar samt att befolkningmängden ökar.

Man studerar området Kvillestaden i Göteborg och beskriver hur området har rustats upp. Tidigare var det förfallet och ett område som var ointressant att etablera sig på. Situationen är dock annorlunda idag, numera anses området vara fint och det finns ett stort intresse för att etablera sig i området, trivseln hos Kvillestadens invånare ansågs tidigare vara låg men idag är den högre. Denna upprustning skedde i första hand på 70-talet. För att områdets invånare skall trivas i området så är det enligt författarna väldigt viktigt att området är attraktivt.

Samtliga teorier kan kopplas till värdering av förvaltningsfastigheter, då varje hus är unikt så är det svårt att behandla detta område. I första hand så värderas fastigheten med hjälp av en jämförelse med andra förvaltningsfastigheter på samma marknad, om det inte är möjligt så använder man sig av framtida kassaflöden och diskonterar dem så att man kommer fram till ett värde på förvaltningsfastigheten. Författarna konstaterar att det finns en korrelation mellan längre hyrestider och lägre kostnader då konsekvensen av en längre hyrestid är att tiden då förvaltningsfastigheten står tom minskar samt att kostnader för sabotage och försäkring

minskar. Författarna konstaterar slutligen att det utöver läget på förvaltningsfastigheten finns ytterligare tre faktorer som har betydelse vid en bedömning av vilket värde en förvaltningsfastighet har. Dessa tre är hur länge man äger förvaltningsfastigheten, hur välgenomtänkta lösningar förvaltningsfastigheten har samt hur hög kvalitet på byggnation och underhåll den håller.

Om en förvaltningsfastighet har välgenomtänkta lösningar så ökar det vad någon skulle kunna tänka sig att betala för att bo i förvaltningsfastigheten då det ökar dess användningsområde. Hög kvalitet på faciliteter är något som värderas högt i hyresgästernas ögon och kan således öka ägarnas hyresintäkter. Argumentet för att ett långsiktigt ägande av en förvaltningsfastighet minskar kostnaderna är att ägare som tänker långsiktigt ofta är ordentliga med underhållet av och investeringar i sina förvaltningsfastigheter.

3.3.1. Värdeparametrar

I verket *Investments in a long-term perspective (2010)* skriver Asgeir B. Torfason om vad som skiljer kortsiktigt ägande från långsiktigt ägande och förvaltande av förvaltningsfastigheter. Skillnader mellan användarens värde på förvaltningsfastigheten och dess marknadsvärde är något som författaren väljer att fokusera på. Definitionen på marknadsvärde är den summa man förväntas få för en förvaltningsfastighet om man avyttrar den på en marknad som är aktiv. Om man inte tänkt avyttra någon förvaltningsfastighet är detta dock inte av intresse, det är enbart intressant om man tänkt avyttra en förvaltningsfastighet.

Definitionen på användarvärde är den nytta som uppstår för hyresgästen när denne hyr en förvaltningsfastighet. Författaren menar att nyttan är viktigare och mer påtaglig än vad marknadsvärdet är för hyresgästen. Om en fastighetsägare innehar en förvaltningsfastighet som denne har tänkt äga under lång tid så är det viktigare att maximera förvaltningsfastighetens användarvärde, man lägger inte fokus på att göra snabba och höga vinster.

Det finns främst två olika modeller som författaren använder sig av för att ta fram ett användarvärde. Dessa två är *The Diamond Model* och en trekantsmodell. Den förstnämnda modellen kopplar ihop det redovisade värdet, skattemässiga värdet, investeringsvärdet samt marknadsvärdet för att på så vis ta fram ett användarvärde. Vid användning av den andra modellen, trekantsmodellen, så läggs tyngd på personliga preferenser, det är med hjälp av dessa som man skall försöka skapa ett användarvärde. I denna modell så tar man hänsyn till tre saker. Den första är att äga på lång sikt, detta skapar enligt Torfason ett intresse på lång sikt av välskötta hyresobjekt. Den andra är tillgångar med hög kvalitet i förvaltningsfastigheten. Den tredje och sista är verksamheter som är välgenomtänkta, hur väl man har genomfört samt planerat förvaltningsfastighetens planlösning kan förklara detta. Med hänsyn tagen till de preferenser som kunderna kan ha så skapas ett användarvärde utifrån dessa tre saker som ingår i trekantsmodellen.

3.4. Att bestämma ränta samt val av grunddata

Enligt Persson så är det viktigt att man presenterar vilka grunder som förvaltningsfastigheternas driftsnetton baseras på vid användning av värderingsmodeller av den här typen.

Interna värderingar av förvaltningsfastigheter är inte ovanligt bland fastighetsbolag med lång erfarenhet inom branschen, de siffror som fastighetsbolagen kommer fram till är de som man ser i bolagets årsredovisning. På grund av detta så är det viktigt att fastighetsbolagen klart och

tydligt redovisar hur man kommit fram till de siffror som återspeglas i årsredovisningen eftersom externa parter skall ha en möjlighet att bedöma tillförlitlighet, relevans samt värdet på förvaltningsfastigheten i sin helhet. Helt säkert är att avkastningskravet påverkar vilket värde som förvaltningsfastigheten värderas till. Hur man än ändrar det så har det en stor påverkan på förvaltningsfastighetens värde. Det blir därför väldigt viktigt att på ett så bra sätt som möjligt kunna komma fram till hur räntan bestämts. Om den dessutom har förändrats så är det viktigt att man kommer fram till varför fastighetsbolaget ändrat den.

För att försöka bestämma den korrekta räntan så gör man en helhetsbedömning där ett antal olika faktorer spelar in. Dessa faktorer är: kvaliteter, fastighetens läge samt marknadsposition. För att sammanfatta det hela så tar man fram kalkylräntan genom att addera en riskpremie som är olika beroende på fastighetens karaktär och dess läge geografiskt, en riskfri realränta och en kompensation för inflationsförväntningar.

Alltså är Kalkylräntan = Riskfaktor + realränta + inflation.

Persson påstår att det svåra är att komma fram till vilka uppgifter samt siffror man skall använda sig av för att kunna komma fram till ett så korrekt värde på förvaltningsfastigheterna som möjligt. Han påstår att det är relativt lätt att beräkna värdet när man väl har de siffror och uppgifter som behövs för att ta fram värdet på förvaltningsfastigheterna då det bara är att stoppa in de siffror och uppgifter man har i modellen man använder sig av.

Övergången från att värdera förvaltningsfastigheterna till anskaffningsvärde till att värdera förvaltningsfastigheterna till verkligt värde är riskfylld då verifierbarheten minskar i samband med att man slutar värdera enligt anskaffningsvärdemetoden.

Smith (2006) säger att en del som är viktig med att värdera till verkligt värde är att det är mer tillförlitligt. Om man byter värderingsmetod från anskaffningsvärdemetoden till verkligt värde metoden så ökar validiteten men verifierbarheten minskar. Varför verifierbarheten minskar i samband med byte av värderingsmetod från anskaffningsvärde till verkligt värde är för att verifierbarhet innebär att man skall kunna hitta värdet på fastigheten i en transaktion och anskaffningsvärdet ligger närmare siffran i transaktionen än vad det verkliga värdet gör. Validiteten är ett mått på hur pass aktuellt ett värde är, ju senare en värdering av en förvaltningsfastighet genomförs, desto högre är dess validitet. Därför har värdet på en förvaltningsfastighet som är värderat till verkligt värde högre validitet än en förvaltningsfastighet som är värderad till anskaffningsvärde. Man måste då överväga vad som är viktigast av validitet och verifierbarhet. Alltså prioriteras validitet framför verifierbarhet vid byte av värderingsmetod från anskaffningsvärde till verkligt värde. När man byter värderingsmetod till verkligt värde från anskaffningsvärde så kan det uppstå en vinst eller förlust, denna är ej realiserad utan orealiserad. Realisationsprincipen säger att om en tillgång minskar eller ökar i värde så skall denna värdeförändring inte justeras för innan tillgången avyttras, i detta fall är tillgången en förvaltningsfastighet vilket innebär att bytet av värderingsmetod från anskaffningsvärde till verkligt värde säger emot denna princip.

I Wallenstams årsredovisning från 2004 skrivs det att bolaget har hög marknadskännedom och att man flitigt omsätter sina förvaltningsfastigheter. Att man aktivt handlar med sina förvaltningsfastigheter gör att man kan bestämma förvaltningsfastighetens verkliga värde på ett bättre sätt. Dock skriver de i årsredovisningen att det alltid blir en bedömning då förvaltningsfastigheten inte är realiserad. Här försvarar dock Wallenstam värderingen till verkligt värde, man säger att man har mycket erfarenhet av förvaltningsfastigheter och påstår därför att man med relativt hög tillförlitlighet kan genomföra en värdering av förvaltningsfastigheter med hjälp av denna metod.

3.5. En fastighetsvärderares tankesätt

Bellman (2012) skriver att tankemönstret hos fastighetsvärderare är komplext, att olika fastighetsvärderare kan ha snarlika tankesätt samt att helt olika värderingar av en förvaltningsfastighet kan göras av olika grupper av fastighetsvärderare. Olika faktorer som påverkar en värderares tankesätt är: ålder, yrkeserfarenhet, kön, ort samt arbetsplats man arbetar på.

Bellman säger vidare att i en fastighetsvärderares tankesätt så finns det tre dimensioner. Den första är en gradering, alltså i vilken omfattning värderingen är makro eller mikroekonomisk. Den andra handlar om hur lätt eller svårt det är att verifiera den tillgängliga informationen. Den tredje och sista tar upp hur pass lätt eller svårt det är att genomföra en bedömning.

Dessa komponenter beskrivs som axlar i ett system bestående av tre axlar. Bellman försöker dela in olika parametrar i olika kategorier beroende på hur mycket information eller bedömning som krävs för att göra en värdering.

Den första komponenten handlar om hur lätt eller svårt det är att göra en bedömning. Här försöker Bellman bygga en modell för att med hennes egen studie som underlag kunna uppskatta huruvida det är lätt eller svårt att bedöma en förvaltningsfastighets egenskaper. Resultatet av Bellmans försök blev att när man ska värdera en förvaltningsfastighets kostnadsläge så lägger man fokus på mikronivå. När information insamlas om en förvaltningsfastighets intäktsläge så lägger man dock fokus på en makronivå. Värderarnas egna utlåtanden stödjer detta. Vid en värdering av en förvaltningsfastighet så påverkas värderaren både av bedömningar samt den information som samlats in, dessa två parametrar hänger ihop. Då både bedömningar samt information väger tungt så menar Bellman att det finns tydliga indikationer på att värderare har begränsad rationalitet samt att modellen behöver bli bättre för att anses vara fulländad.

Den andra komponenten, huruvida informationen är lätt eller svår att verifiera, så anses det vara relativt lätt att verifiera information om villkor för hyreskontrakten samt en förvaltningsfastighets hyresintäkter. Svårare är det dock att verifiera parametrar som en förvaltningsfastighets belastning på miljön samt dess restvärde. Det innebär således att de två sista parametrarna hamnar i den andra änden av axeln.

I den tredje och sista komponenten, i vilken utsträckning en värdering är mikro- eller makroekonomisk, så hamnar parametrar som hyresintäkter, diskonteringsräntan samt förvaltningsfastighetens geografiska läge högt upp på axeln. Man kan konstatera att det i stor utsträckning rör sig om frågor på mikronivå. Alla de axlar som finns i modellerna är bipolära och parametrarna i de olika modellerna har således olika effekt beroende på var på axeln de hamnar.

Utöver de slutsatser som Bellman drog med hjälp av statistiska samband så drog hon även slutsatsen att en förvaltningsfastighets geografiska läge är den viktigaste parametern när man skall värdera en förvaltningsfastighet. Denna slutsats drog hon genom att genomföra intervjuer med de tillfrågade i undersökningen. Sammanfattningsvis säger Bellman att värdering av förvaltningsfastigheter är svårare att genomföra än att bara kolla på vilket geografiskt läge fastigheten har.

Flera perspektiv har betydelse när en värdering skall genomföras. Då antalet transaktioner skiljer sig åt beroende på vilken ort värderaren arbetar på så påverkar det dennes tillgång till information och hur många andra fastigheter som man har att jämföra med. Därför kan det

speciellt i mindre orter vara större skillnader mellan olika fastighetsvärderares uppfattning om värdet på en förvaltningsfastighet.

Bellman menar att tillvägagångssättet vid genomförandet av en värdering på en förvaltningsfastighet är att samla in relevant data vars information sedan skall bedömas. Dessa två, datan och bedömningen, påverkar varandra och skapar ett marknadsvärde tillsammans med fastighetsvärderaren. Bellman anser att fastighetsägaren spelar en viktig roll i värderingen av förvaltningsfastigheten då det ofta är denne som beställer information om förvaltningsfastigheten och beställaren sitter på detaljerad samt bra information som annars kan vara svår att få tag i.

4. Empiri

I den här delen av studien presenteras vi den data som vi samlat in med hjälp av intervjuer och årsredovisningar.

4.1. Castellum

Castellum är ett fastighetsföretag som har fastigheter i fem svenska tillväxtregioner: Östra Götaland, Öresundsområdet, Mälardalen, Storstockholm samt Storgöteborg. Bolaget har fastigheter i två olika kategorier. Den ena är kontor/butik och den andra kategorin är lager/industri.

Castellums affärsidé lyder: *”Castellums affärsidé är att utveckla och förädla fastighetsbeståndet med inriktning på bästa möjliga resultat- och värdetillväxt genom att med en stark och tydlig närvaro i fem tillväxtregioner erbjuda lokaler anpassade till hyresgästernas behov”*.

Castellum värderar sina fastigheter internt med diskonterat kassaflöde i enlighet med IAS 40 för att uppskatta ett marknadsvärde. I värderingsmodellen som Castellum använder sig av för att fastställa värdet på sina förvaltningsfastigheter beräknas framtida kassaflöden under en tioårsperiod som sedan diskonteras till ett nuvärde med avkastningskravet som diskonteringsränta. I denna modell har hänsyn tagits till den enskilda fastigheten för att bedöma dess framtida intjäningsförmåga samt marknadens avkastningskrav.

Avkastningskravet på totalt kapital, och i Castellums fall diskonteringsräntan, beräknas utifrån den vägda kostnaden för totalt kapital samt kapitalstruktur. Kostnaden för lånat kapital beräknas genom att ta hänsyn till realräntan samt inflationen. Kostnaden för eget kapital är avkastningskravet för eget kapital. Castellum beräknar avkastningskravet på eget kapital individuellt för varje fastighet. I beräkningarna för avkastning på eget kapital tas hänsyn till realräntan, inflationen samt riskpremien. Riskpremien baseras på en generell risk samt en individuell risk. Den generella risken är en kompensation för att en fastighet inte är lika likvid som en obligation och att fastigheten påverkas av eventuella konjunktursvängningar. Den individuella risken är direkt kopplad till fastigheten och tar hänsyn till flera olika variabler så som vilken ort fastigheten är belägen på, kontraktssammansättning, materialval samt kvalitet på fastigheten etc.

Efter att ha beräknat avkastningskravet med hjälp av olika modeller så jämför man detta med marknadens avkastningskrav. Därefter genomförs en extern värdering för att se ifall denna stämmer överens med den interna värderingen. Castellum använder en kalkylperiod på tio år. Bolaget nuvärdesberäknar de förväntade driftöverskotten minskat med de investeringar som återstår på startade projekt de första nio åren. Det sista året nuvärdesberäknar man det estimerade restvärdet, detta värde består av de nuvärden som återstår på driftöverskotten under den ekonomiska livslängd som återstår. Castellum har justerat driftöverskottet med 1,5 procent som är ett inflationsantagande. Man tar även hänsyn till eventuella förväntade förändringar i hyresnivå, uthyrningsgrad samt fastighetskostnad. De antaganden som finns gällande realltillväxt och avkastningskrav är något som Castellum betonar och är enligt dem själva något som har avgörande betydelse vid värderingen av förvaltningsfastigheter eftersom det är de faktorer som väger tyngst i värderingsmodellen.

Dock står det i Castellums årsredovisning att det faktiska marknadsvärdet endast kan fastställas om fastigheten säljs. Detta då modellerna som Castellum använder sig av baseras

på antaganden samt allmänt godtagna principer. Utöver den interna värderingen så görs även externa värderingar av Castellums förvaltningsfastigheter för att stämma av hur pass väl Castellums interna värdering sammanfaller med de externa värderingar som görs av bolagets fastigheter. Man kan utifrån informationen i årsredovisningen konstatera att de värden som de utomstående värderarna sätter på förvaltningsfastigheterna efter en värdering ryms inom Castellums osäkerhetsintervall som är +/- 5-10 procent.

I intervjun som genomfördes med Håkan Hellström, före detta vd för Castellum så sa han att han alltid försökte ha en akademisk approach till allt. Han säger också att det finns en modell som Castellum följer när man värderar fastigheter i bolaget. Dock påstår Hellström att värderaren alltid har ett litet finger med i spelet vid värdering av förvaltningsfastigheter.

Hellström säger att man använder sig av kassaflödesmodellen vid värdering av förvaltningsfastigheter i Castellum. Det finns ett intervall vari värdet av förvaltningsfastigheten måste ligga för att det skall anses vara ett rimligt värde på förvaltningsfastigheten. Om värderingen landar inom intervallets gränser så anses värdet vara ett marknadsvärde. Den intervjuade motiverar existensen av detta intervall med att det finns en stor osäkerhet vid värdering av förvaltningsfastigheter. Det finns inget rakt svar på vad en fastighets marknadsvärde är och därför måste man gardera sig när en värdering görs. Hellström påstår att de som är insatta i fastighetsvärdering har en så pass stor insikt i branschen att de kan uppskatta ett rimligt värde på en förvaltningsfastighet.

Det den intervjuade försöker förmedla är att fastighetsvärdering inte är en vetenskap, det finns inget rätt eller fel. Anledningen till att Castellum använder kassaflödesmodellen är enligt Hellström att ingen förvaltningsfastighet är den andra lik och att det därför ger ett mer rättvist värde på förvaltningsfastigheten. Den intervjuade sa att det är svårast att värdera byggrätter eftersom de inte genererar några kassaflöden.

Enligt Hellström finns det inga incitament för Castellum att värdera sina förvaltningsfastigheter lågt. Om man skulle göra detta så skulle man motsätta sig IAS 40 och dess försök att ge en rättvis värdering av förvaltningsfastigheterna. Dessutom påstår Hellström att det inte finns något incitament för Castellum att värdera sina förvaltningsfastigheter till ett högre eller lägre rimligt värde på grund av den affärsstrategi bolaget har, affärsstrategin har ingen betydelse när man skall värdera en förvaltningsfastighet.

Hellström menar vidare att det inte var svårt att anpassa sig till IAS 40 när detta regelverk trädde i kraft. De flyttade bara det verkliga värdet på förvaltningsfastigheterna från en not till balansräkningen i årsredovisningen.

Enligt Hellström så kan en fastighetsvärdering vara fel på ett par procent men det innebär inte att värderaren har gjort en felaktig värdering då det är svårt att värdera en förvaltningsfastighet till ett exakt värde. Hellström anser att det är onödigt att låta en värderare göra värderingen av en förvaltningsfastighet då det är relativt enkelt att värdera förvaltningsfastigheten till ett ungefärligt värde, han anser att resultatet blir ungefär likvärdigt i slutändan i alla fall.

Hellström menar att man inte kan välja diskonteringsränta vid värdering av förvaltningsfastigheter när man använder sig av kassaflödesmetoden. Han påstår också att värdet som olika värderare kommer fram till när de värderar en förvaltningsfastighet är

väldigt olika från värderare till värderare, detta styrker att det är väldigt svårt att uppskatta det exakta värdet på en förvaltningsfastighet.

4.2. Wallenstam

Wallenstams affärsidé lyder: *”Att köpa, bygga, utveckla samt sälja fastigheter i utvalda storstadsregioner med långsiktig hållbarhet för människor och företag”*

Alla företagets fastigheter finns i Helsingborg, Stockholm samt Göteborg vilket innebär att företaget har en geografisk koncentration som är väldigt hög. Wallenstams kommersiella fastigheter ligger dock i första hand i Göteborg centrum.

Wallenstam använder sig av en avkastningsmodell när företaget värderar sina förvaltningsfastigheter. Denna modell tillämpas vid varje kvartal- samt årsbokslut. I modellen tas driftnettot för fastigheten fram och divideras med förvaltningsfastighetens avkastningskrav. Detta görs för varje enskild förvaltningsfastighet då avkastningskravet samt driftnettot är olika för varje förvaltningsfastighet. Det är ortsprismetoden som härleder avkastningskravet och underlaget för ortspriset består av både genomförda och ej genomförda fastighetsaffärer. Bolaget analyserar också kontraktslängd, hyres- respektive vakansutveckling, hyresnivå samt en analys av befintliga hyresgäster när fastighetens driftnetto bedöms.

Kreditmarknadens förutsättningar är också en faktor som Wallenstam tar hänsyn till. Om betydande skillnader skulle uppstå i bakomliggande parametrar vid värderingstillfället justerar man för detta och de nya samt mer aktuella siffrorna används istället. Eftersom Wallenstam genomför många förvärv och avyttringar så kan de uppskattade värdena jämföras med marknadsvärdena som uppkommer för att se hur pass väl Wallenstam värderar internt i jämförelse med marknaden. De bedömda värdena som Wallenstam har på sina förvaltningsfastigheter har regelmässigt varit samma som eller lägre än de priser som företagets förvaltningsfastigheter avyttrats för.

I intervjun som genomfördes med Mats Herner, exploateringschef på Wallenstam, så fick vi reda på att Wallenstam sköter både intern- och extern värdering av sina förvaltningsfastigheter. Detta då den intervjuade påstår att det blir en eftersläpning i den externa värderingen om denna görs av värderare utanför bolaget. Anledningen till denna eftersläpning är att de externa värderarna har statistik som är ett år gammal som underlag när de värderar förvaltningsfastigheter men Wallenstam har aktuell statistik när värderingen genomförs vilket gör värderingen mer relevant och tillförlitlig enligt Herner. Då de mest relevanta transaktionerna är de som sker här och nu och inte de som skedde ett år tillbaka anser Wallenstam att det är bättre att hantera den externa värderingen internt. Varför Wallenstam har valt att sköta all värdering själva är just på grund av detta, de anser att utomstående värderare inte gör bra värderingar. När bolaget avyttrar en förvaltningsfastighet så jämför de summan som erhålls vid avyttringen med den interna värderingen som gjorts på förvaltningsfastigheten. Mats Herner menar vidare att Wallenstam värderar förvaltningsfastigheterna lågt då summan som erhålls vid försäljning av förvaltningsfastigheterna ofta ligger över den värdering som bolaget gjort.

I Wallenstams interna värdering används modeller för att uppskatta marknadsvärdet. Varje fastighet värderas individuellt och de olika faktorerna är vilken typ av förvaltningsfastighet det rör sig om och var förvaltningsfastigheten är belägen någonstans. Även risken i förvaltningsfastigheten skall tas med i beräkningarna för längden på hyreskontraktet, vem kunden är samt vilken typ av fastighet det rör sig om. Detta då Wallenstam anser att risken

korrelerar med precisionen av det verkliga värdet och gör då en bedömning av risken för att fastställa det verkliga värdet. Herner anser att Wallenstams uppskattning av det verkliga värdet är korrekt.

Enligt Mats Herner så värderar fastighetsbolag sina förvaltningsfastigheter olika utifrån sin affärsstrategi. Ett bolag som endast köper och säljer fastigheter kommer att värdera sina förvaltningsfastigheter annorlunda jämfört med Wallenstam som vid förvärvstillfället värderar sina fastigheter utifrån förvaltningsfastighetens potential då Wallenstams affärsstrategi går ut på att utveckla förvaltningsfastigheter.

Något som är svårare att fastställa ett marknadsvärde på är enligt Herner byggrätter. Byggrätter på bostadssidan värderas utifrån syftet med förvaltningsfastigheten. På den kommersiella sidan så värderas byggrätter utifrån läget på förvaltningsfastigheten. Enligt den intervjuade så gör man ett flertal antaganden som grundas på en uppfattning om vad Wallenstam tror om verkligheten samt de erfarenheter man har av värdering av byggrätter inom bolaget. När förvaltningsfastigheten är färdigbyggd så vet bolaget vad den totala produktionskostnaden blir. Men det är först när förvaltningsfastigheten värderas till marknadsvärde som bolaget vet vad förvaltningsfastigheten faktiskt är värd.

Wallenstams mål är att skapa värde enligt Herner. För att Wallenstam skall godkänna en nybyggnation av bostäder så skall avkastningskravet vara minst 7 %. Wallenstam förvärvlar förvaltningsfastigheter i vilka de ser utvecklingspotential. Detta görs för att man har som mål att höja förvaltningsfastighetens värde och verktyget för att lyckas med detta är att utveckla förvaltningsfastigheten. Förvaltningsfastigheten avyttras när man anser att det inte finns någon utvecklingspotential längre.

Mats Herner påstår att olika företag anser att de värderar rätt med utgångspunkt från sig själva. Han påstår vidare att om någon annan än företaget självt gör värderingen så kommer resultatet bli att man får flera olika värden på en och samma förvaltningsfastighet då en värderare sällan kommer fram till samma värde på en förvaltningsfastighet som en annan värderare.

Herner påstår att Wallenstam själva kan göra en relevant värdering då de köper och säljer fastigheter kontinuerligt och får då fram ett exakt marknadsvärde. Han anser också att det är fel att värdera sina förvaltningsfastigheter till något annat värde än marknadsvärdet. Om man värderar till anskaffningsvärde och exempelvis har en avskrivningsperiod på 40 år så har man ett dolt övervärde som bara bolaget känner till själva. Detta övervärde kommer dock fram när förvaltningsfastigheten realiserar. Beroende på vilken ägargrupp alternativt ägarperson man är så kan det finnas anledningar till att vilja redovisa till verkligt värde alternativt inte redovisa det verkliga värdet.

4.3. Aranäs

Aranäs tillämpar kassaflödesmetoden när de värderar sina förvaltningsfastigheter men de väljer att inte redovisa detta värde i balansräkningen utan lägger det som en not i årsredovisningen istället. I balansräkningen redovisar de istället anskaffningsvärdet på förvaltningsfastigheterna. I kassaflödesmodellen måste man bestämma en avkastningsnivå. Denna fastställer Aranäs genom att titta på likvärdiga förvaltningsfastigheter och deras avkastningsnivå. Det är avgörande vid värderingen vilken avkastningsnivå man sätter in i kassaflödesmodellen.

Aranäs är ett företag som till stor del ägs av företaget Ivar Kjellberg Fastighets AB. Aranäs har hela sin verksamhet i Kungsbacka i Göteborgsregionen, det innebär att det finns få förvaltningsfastigheter att jämföra med för att fastställa en avkastningsnivå. Exempelvis äger Aranäs köpcentret Kungsmässan i Kungsbacka, då det inte finns någon annan förvaltningsfastighet i Kungsbacka som går att jämföra med Kungsmässan så är det väldigt svårt att fastställa en avkastningsnivå på förvaltningsfastigheten och således fastställa ett marknadsvärde på förvaltningsfastigheten. Hade Aranäs istället haft sin verksamhet i en annan större stad än Kungsbacka med fler liknande förvaltningsfastigheter så hade det underlättat värderingen av förvaltningsfastigheten.

Aranäs har, från tid till annan, gjort externa värderingar. Främst är det banker som gör dessa externa värderingar i samband med att bolaget vill ta lån. Enligt Dag Bergäng, ekonomichef på Ivar Kjellberg Fastighets AB, som vi genomförde vår intervju med så är bankens värdering väldigt försiktig då banken vill ta en så liten risk som möjligt. Utöver detta så tar Aranäs in externa intryck för att få en samlad bedömning av värdet på deras förvaltningsfastigheter. Aranäs gör, från tid till annan, också externa värderingar med hjälp av utomstående värderare och då ser man hur deras egen värdering på förvaltningsfastigheterna stämmer överens med den externa värderingen.

Bergäng menar vidare att det generellt sett inte är några större skillnader mellan den interna och den externa värderingen av Aranäs förvaltningsfastigheter. Han påstår att värderarna, på samma sätt som bankerna, värderar lite försiktigt. När värderarna genomför sin värdering så använder de sig dessutom av ett osäkerhetsspann. Bergäng påstår att värderarna på ett klart och tydligt sätt presenterar vad det är som ligger till grund för den externa värderingen samt vad de har tagit hänsyn till när de genomfört värderingen.

Dag Bergäng säger att han bara ser fördelar med att använda det verkliga värdet framför anskaffningsvärdet. Aranäs är ett långsiktigt förvaltande bolag, de har förvaltningsfastigheter som de har haft under många år. Därför anser han att redovisning till anskaffningsvärde ger en missvisande bild då anskaffningsvärdet är så litet i förhållande till det verkliga värdet på bolagets förvaltningsfastigheter. Bergäng menar att IFRS i detta fall kan ge en bättre bild av förvaltningsfastigheternas värde. Bergäng tycker det är viktigt att skildra förvaltningsfastigheternas verkliga värde i årsredovisningen då det är mer relevant än anskaffningsvärdet för gemene man som vill skapa sig en uppfattning om hur bolaget ser ut. Han menar samtidigt att även om man i årsredovisningen kommenterar att man har stora övervärden så är det inte alla som förstår den skrivningen på grund utav att de inte går så långt i årsredovisningen. Bergäng definierar verkligt värde som det pris som någon är villig att betala för förvaltningsfastigheten, med andra ord marknadsvärde från tid till annan. Bergäng anser att det verkliga värdet på Aranäs förvaltningsfastigheter är tillförlitligt. Däremot så finns det olika faktorer som påverkar det verkliga värdet, ett exempel är ränteläget. Han menar på att alla fastighetsbolag mer eller mindre använder sig av en kassaflödesmodell i grund och botten. Han påstår vidare att skillnaden mellan diskonteringsräntorna som de olika fastighetsbolagen använder sig av i sina värderingsmodeller inte är särskilt stor. Därför menar han att diskonteringsräntan inte är av väsentlig betydelse när man tittar på de olika fastighetsföretagens verkliga värde på förvaltningsfastigheterna. De olika externa värderingsfirmorna kan använda sig av olika värderingstekniker men på samma sätt som ovan så anser han att det har marginell betydelse för förvaltningsfastigheternas verkliga värden. Metoden är den samma i grunden men de kan göra olika antaganden vad det gäller exempelvis hyresutvecklingen. Dag Bergäng menar att olika fastighetsbolags affärsstrategi kommer att avspeglas i värderingen av förvaltningsfastigheterna.

Det som ligger till grund för diskonteringsräntan som Aranäs använder sig av är riskbedömningen. Diskonteringsräntan som Aranäs använder sig av är inte densamma för bostäder och kommersiella lokaler utan skiljer sig åt. Då Aranäs anser att risken för kommersiella lokaler är högre så använder de sig av en högre diskonteringsränta för de kommersiella lokalerna.

Vid värdering av byggrätter så använder sig Aranäs av en schablonvärdering som grundas på var marken är belägen och vilken typ av förvaltningsfastighet det avser. Det som ligger bakom denna värdering är vad Aranäs ser kommer komma ut i slutändan. Man tar dock inte med byggrätterna i värderingen men man har med dem i tänket, de tar inte med byggrätterna i balansräkningen.

4.4. Jones Lang LaSalle

Vi intervjuade Åsa Linder från fastighetsvärderingsföretaget Jones Lang LaSalle som är ett företag som utför externa värderingar av fastigheter. Företagets affärsidé lyder som följer: *”Vi verkar för att skapa och leverera värde till våra kunder, ägare och medarbetare i en komplex värld som ständigt förändras.”* Bolaget erbjuder kvalificerad rådgivning med inriktning mot fastighetstjänster. Baserat på marknaden samt förväntningar från kunder skräddarsys en tjänst utifrån de behov som kunden har.

Åsa Linder jobbar med fastighetsvärdering i bolaget och har därför stor inblick i vårt uppsatsämne och var därför en lämplig person att intervjua för vår uppsats.

Hon anser att verkligt värde är detsamma som marknadsvärde på en fri och öppen marknad utan en stressad försäljning. Hon menar att marknadsvärdet är relevant för bolagets intressenter då det ger en mer relevant bild av värdena på förvaltningsfastigheterna. Linder påstår att marknadsvärdet är detsamma oavsett vad företaget har för affärsidé. Man strävar efter ett marknadsvärde som är tillförlitligt i fastighetsföretagen.

Den intervjuade menar att om man värderar en förvaltningsfastighet till ett högt värde och säljer fastigheten till ett lägre pris än fastigheten är värderad till så gör man en konstaterad förlust. Därför finns det en osäkerhet vid framför allt hög värdering av förvaltningsfastigheter.

Linder menar att tillförlitligheten i det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet beror på hur pass likvid marknaden som förvaltningsfastigheten agerar på är. På en marknad där det sker många transaktioner så finns det mer underlag att använda sig av när man skall värdera en förvaltningsfastighet, ett exempel på en sådan marknad är kontorslokaler i centrala Stockholm. Då det sker många transaktioner på denna marknad så är likviditeten hög och förvaltningsfastighetens verkliga värde blir således mer tillförlitligt. På en marknad där det genomförs färre transaktioner blir således förvaltningsfastigheternas verkliga värden mindre tillförlitliga.

Interna värderingar av förvaltningsfastigheter är viktiga enligt Linder, däremot ifall bolaget endast gör interna värderingar men inga externa värderingar så anser hon att osäkerheten är högre och förvaltningsfastighetens verkliga värde är mindre pålitligt då endast interna antaganden görs och ingen hänsyn tas till marknaden där förvaltningsfastigheterna faktiskt omsätts. Hon är skeptisk till företag som endast genomför interna värderingar på sina förvaltningsfastigheter.

Om ett fastighetsbolag tillämpar kassaflödesmetoden för att komma fram till sina förvaltningsfastigheters marknadsvärde så anser hon att man skall utgå från marknadens diskonteringsränta om man använder diskonteringsräntan som avkastningskrav.

Den intervjuade menar vidare att då de utomstående värderarna som gör de externa värderingarna på förvaltningsfastigheter ser värdet på de olika bolagens förvaltningsfastigheter på samma sätt så är det relativt lätt att jämföra olika fastighetsbolags värden på deras förvaltningsfastigheter trots de val som de olika fastighetsbolagen har när de värderar sina förvaltningsfastigheter.

4.5. Göteborgs värderingsinstitut

Enligt Gunnar Sköldeberg som vi genomförde vår intervju med så är innebörden av verkligt värde det mest sannolika priset vid försäljning på den öppna marknaden samt att det inte föreligger någon tvångssituation i försäljningen. Det finns olika metoder man kan använda sig av för att kalkylera det verkliga värdet men i slutändan är det marknaden som bestämmer värdet på förvaltningsfastigheten.

När Sköldeberg fastställer det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet så använder han en intäktsmetod, han gör alltså en beräkning av framtida kassaflöden och diskonterar detta till ett nuvärde. Enligt Sköldeberg bestäms diskonteringsräntan genom att multiplicera inflationen med avkastningskravet för fastigheten.

När man värderar en förvaltningsfastighet så finns det underliggande element som inte syns som styr diskonteringsräntan och således blir det svårare att veta exakt vad som styr diskonteringsräntan. Sköldeberg påstår vidare att det verkliga värdet inte är särskilt intressant för bolagets intressenter. När det finns ett redovisat anskaffningsvärde samtidigt som det verkliga värdet finns tillhands så kan man se en fallhöjd som skulle kunna visa sig vara intressant för bolagets intressenter.

Den intervjuade menar vidare att fastighetsbolagen använder sig av schablonvärden på kostnaderna när de värderar sina förvaltningsfastigheter. När Sköldeberg genomför sina värderingar så använder han sig även av en annan metod, han analyserar fastighetsbolagens kostnader och använder kostnaderna som underlag för sina kalkyler och får på så sätt ut ett marknadsvärde som är snarlikt fastighetsbolagens schablonmässiga uppskattning.

Fastighetsbolagen tillämpar kassaflödesmetoden då man anser att denna metod ger de mest tillförlitliga värdena. Om ett fastighetsbolag har många olika förvaltningsfastigheter anser Sköldeberg att kassaflödesmetoden är att föredra. När den intervjuade räknar fram det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet är en av variablerna hur länge han anser att en fastighet kan inbringa positiva kassaflöden. Detta gör han genom att ta reda på när fastigheten skall rivas.

Byggrätter är något som enligt Sköldeberg är svårvärderade då det ännu inte finns någon färdig förvaltningsfastighet. En annan faktor som gör det svårt att värdera byggrätter är att det är entreprenader samt bytesaffärer som är inblandade och försvårar värderingsprocessen. Vad Sköldeberg gör vid värdering av byggrätter är att anta värdet av en förvaltningsfastighet i färdigt skick med höga hyror som följd för att det är nybyggt och drar bort byggkostnaden. Genom att ta hänsyn till diverse andra faktorer så får Sköldeberg fram en restpost som tar

hänsyn till risk, byggkostnad samt vinst. Han brukar i normalfallet halvera restposten och får således ett gångbart värde på byggrätten.

Sköldeberg menar på att fastighetsbolagen är partiska i sina värderingar. En extern värderare som Sköldeberg kan då värdera förvaltningsfastigheterna för att få en neutral värdering och på så sätt säkra upp det värde som fastighetsbolagen fastställt själva. Enligt den intervjuade så finns det inte något incitament för fastighetsbolagen att värdera sina förvaltningsfastigheter enligt sin affärsstrategi då dessa snabbt byts ut mot andra strategier men han menar att fastighetsbolagen fortfarande är partiska i sin värdering.

5. Diskussion

I denna del av vår studie så ställs den teoretiska referensramen mot den insamlade empiriska delen och det förs en diskussion mellan dessa två avsnitt. Uppsatsen har formats efter vår problemformulering som lyder: på vilka grunder tar man fram ett verkligt värde på en förvaltningsfastighet och hur rättvisande är detta värde?

Lorentzon (2011) menar att den metod som är allmänt accepterad för att ta fram verkligt värde är kassaflödesmetoden samt bedömningsmetoder för förvaltningsfastigheterna. Detta är något som även vi kan konstatera är den allmänt godtagna metoden med varierande avvikelser mellan fastighetsbolagen. Dock är Aranäs ett undantag då detta inte är ett börsnoterat bolag och därför inte behöver tillämpa regelverket IFRS. Således behöver man inte värdera förvaltningsfastigheterna till verkligt värde och detta är något som Aranäs utnyttjar då man istället värderar sina förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde. De börsnoterade fastighetsbolagen som vi har med i vår studie, Castellum och Wallenstam, tillämpar en kassaflödesmodell för att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Grunderna, alltså de parametrar som ingår i deras värderingsmodeller är inte samma i respektive företags värderingsmodell.

Lorentzon (2011) menar att en förutsättning för att fastighetsbolagen ska värdera sina förvaltningsfastigheter lika är att de olika fastighetsbolagen har samma uppfattning om hur marknadsvärdet skall tolkas. Då det finns skillnader bolagen emellan så finns det ett visst spelrum för att värdera sina förvaltningsfastigheter. Detta är något som vi också har noterat i samband med vår studie.

I våra intervjuer så ställdes frågan hur fastighetsbolagen tolkar begreppet verkligt värde. I samtliga intervjuer så sades att det verkliga värdet är det värde som erhålls om förvaltningsfastigheten omsätts på en aktiv marknad. Detta säger emot vad Lorentzon kommer fram till i sin studie då han menar att begreppet verkligt värde tolkas olika bland fastighetsbolagen. Dock har man i detta fall räknat fram detta värde och man kan därför inte vara säker på att det värdet korrelerar med marknadsvärdet. Man har därför osäkerhetsintervall i sina kalkyler och försöker att hamna inom detta intervall för att fastställa det verkliga värdet på förvaltningsfastigheten. Dock skiljer sig tillvägagångssättet mellan företagen med olika underliggande parametrar och siffror.

Det värde som företagen har räknat ut är enligt dem det korrekta värdet och är så nära marknadsvärdet som möjligt. Lorentzon menar att det rent matematiskt är relativt lätt att räkna ut det verkliga värdet, svårigheterna ligger i att ta reda på vilka parametrar som skall ingå i värderingen.

En fråga som uppstår när man tolkar detta är varför företagen använder olika parametrar och siffror i sina värderingsmodeller och således får olika värden om man har samma uppfattning om vad det verkliga värdet är? Ett svar är att IAS 40 inte är tillräckligt specifikt i sin beskrivning av hur det verkliga värdet skall tas fram samt vad som skall ingå och därför är det upp till var och en att tolka standarden på egen hand.

Då IAS 40 är en standard som är öppen för tolkning så kan bolagen använda olika metoder för att fastställa det verkliga värdet genom att härleda avkastningskravet med olika parametrar

och använda olika diskonteringsräntor. Konsekvensen av detta är att fastighetsbolagen får olika värden på sina förvaltningsfastigheter och IAS 40 fyller inte sin funktion att som en standard i regelverket IFRS hjälpa till att harmonisera redovisning.

I Castellums värderingsmodell så beräknas verkligt värde i enlighet med IAS 40s sistnämnda alternativ, ett diskonterat nuvärde. För att beräkna detta värde använder sig Castellum av ett tio årigt kassaflödesunderlag och avkastningskravet på totalt kapital som diskonteringsränta. Avkastningskravet på totalt kapital är den vägda kostnaden för eget kapital samt lånat kapital och kapitalstrukturen i bolaget som nämnts ovan. Persson (2011) definierar diskonteringsräntan genom att addera realräntan med inflation samt riskfaktorn. Castellum gör på liknande sätt när de tar fram avkastningskravet för det egna kapitalet och gör ett antagande om kostnad för totalt kapital med en ränta om 5,5 %. I Castellums årsredovisning så betonar bolaget vikten av antaganden om real tillväxt samt avkastningskrav när de värderar sina förvaltningsfastigheter då dessa faktorer är de som väger tyngst i modellen. Detta är något som Persson också anser vara av stor vikt när man ska ta fram förvaltningsfastigheternas verkliga värde. Den interna värderingen av förvaltningsfastigheterna sköter bolaget självt och den externa värderingen sköter utomstående värderare.

Wallenstam genomför både den interna och den externa värderingen när värdering av förvaltningsfastigheter skall göras. När Wallenstam genomför den interna värderingen använder man sig av IAS 40s sistnämnda alternativ, ett diskonterat nuvärde. Här är det ortspriset som härleder avkastningskravet med andra parametrar som kontraktslängd, hyres- respektive vakansutveckling, hyresnivå samt en analys av befintliga hyresgäster när avkastningskravet fastställs. Om en större skillnad skulle uppstå i dessa parametrar så tar man hänsyn till detta och de nya samt mer aktuella värdena tillämpas istället.

Wallenstam gör alltså inte som Persson förespråkar i sin text utan har en annan modell för att ta fram sin diskonteringsränta som nämnts ovan i empiriavsnittet. Istället betonar Wallenstam vikten av var förvaltningsfastigheten är belägen, alltså dess ort.

Wallenstam sköter den externa värderingen för att man vill uppnå en mer aktuell värdering då informationen som Wallenstam har är mer aktuell än den information som de externa värderarna har. Det innebär att det uppstår eftersläpningar om externa värderare skulle hantera den externa värderingen.

Wallenstam anser att externa värderare inte gör en lika utförlig värdering som de själva gör då de sitter på mer information om förvaltningsfastigheten än de externa värderarna gör. Då Wallenstam sköter både den interna och externa värderingen så kan man anta att förvaltningsfastighetens värde kan vara vinklat och mindre tillförlitligt än om en extern värderare hade utfört värderingen. Åsa Linder från Jones Lang LaSalle är skeptisk till bolag som gör all värdering inom bolaget, alltså både den interna och externa värderingen eller ingen extern värdering alls. Hon anser att värderingen blir vinklad och inte tar hänsyn till yttre påverkande parametrar i värderingen. Utifrån detta påstående kan man anta att Åsa Linder tycker att Wallenstams värdering inte är tillräckligt tillförlitlig då Wallenstam sköter både den interna och den externa värderingen av sina förvaltningsfastigheter inom bolaget.

Bellman (2012) nämner i sin text att en av de viktigaste parametrarna för värdering av förvaltningsfastigheter är på vilken ort fastigheten är belägen. I Wallenstams fall så används ort som en parameter för att härleda en förvaltningsfastighets avkastningskrav. Detta betyder att ort är av avgörande karaktär för att bestämma värdet på förvaltningsfastigheten för

Wallenstam, Castellum och Wallenstam använder sig således av olika parametrar för att härleda avkastningskravet, Wallenstam använder sig av ort och Castellum av diskonteringsränta. Aranäs har däremot valt att redovisa sitt fastighetsbestånd till anskaffningsvärde i sin balansräkning. Då Aranäs inte är ett börsnoterat bolag så har de möjligheten att göra detta. Då de tillämpar anskaffningsvärdesmetoden vid värdering av sina förvaltningsfastigheter så kan man anta att ort är en viktig parameter för att fastställa detta värde. Vi gör detta antagande på grund av att olika förvaltningsfastigheter har olika värden beroende på i vilken ort förvaltningsfastigheten är belägen. Aranäs har dock en not om fastighetsbeståndets verkliga värde i sin årsredovisning.

En bakomliggande parameter som skulle kunna ingå vid framtagandet av förvaltningsfastigheternas värde är om bolagen värderar sina förvaltningsfastigheter utifrån sin affärsstrategi eller inte. I intervjuerna som har genomförts så har det varit blandade åsikter om ifall affärsstrategin påverkar värderingen av en förvaltningsfastighet.

Enligt Håkan Hellström finns det inget incitament för bolagen att värdera utifrån sin affärsstrategi då detta skulle säga emot principen att värdera till verkligt värde och således inte avspegla marknadsvärdet. Enligt Mats Herner så påverkas bolagens värdering av affärsstrategin då han menar att fastighetsbolagen värderar rätt, utifrån sig själva.

Då Wallenstam i normalfallet värderar sina förvaltningsfastigheter till ett värde som är lägre eller detsamma som försäljningspriset så kan man anta att Wallenstam värderar lågt för att göra större vinster vid avyttring av sina förvaltningsfastigheter. Detta innebär också att Wallenstam ger en bättre bild utåt mot investerare och andra intressenter. Detta är något som Åsa Linder från Jones Lang LaSalle stödjer då hon påstår att det alltid finns en risk med att värdera förvaltningsfastigheter högt då fallhöjden blir desto högre om man säljer fastigheten till ett lägre pris.

Dag Bergäng menar att förvaltningsfastigheternas värde påverkas av bolagets affärsstrategi. Gunnar Sköldeberg menar att det inte finns incitament att värdera utifrån sin affärsstrategi då denna byts ut eller ändras över tiden vilket skulle göra den aktuella värderingen mindre relevant. Om affärsstrategin har betydelse när man värderar en förvaltningsfastighet så talar detta emot IAS 40 som säger att man skall värdera till verkligt värde eller marknadsvärde då det ger en vinklad bild av värderingen av bolagens förvaltningsfastigheter.

När vi intervjuade Håkan Hellström sa han att olika värderare får fram olika värden vid värdering av samma förvaltningsfastighet, detta är något som även Mats Herner och Dag Bergäng konstaterade när vi genomförde våra intervjuer med dem.

Bellman (2012) säger att olika värderare värderar samma förvaltningsfastighet till olika värden. Anledningen till att olika värderare kommer fram till olika värden på en och samma förvaltningsfastighet beror enligt Hellström på att värderaren själv alltid har ett finger med i spelet när förvaltningsfastigheten värderas. Herner på Wallenstam och Bergäng på Aranäs kommenterar inte varför olika värderare kommer fram till olika värden på en och samma fastighet utan konstaterar bara att så är fallet. Bellman påstår att anledningen till de olika värderingarna på samma förvaltningsfastighet beror på värderarens ålder, yrkeserfarenhet, kön, ort, samt vilken arbetsplats värderaren arbetar på. Man kan då konstatera att det Hellström säger stämmer överens med det Bellman säger. Hellström påstår att värderarna har ett finger med i spelet och Bellman säger vad detta beror på. Lorentzon (2011) stämmer in i detta påstående då han säger att kassaflödesmetoder för att beräkna det verkliga värdet kan anses vara subjektiva då det finns rum för egna bedömningar och värderingar, alltså en

anledning till att olika värderare kommer fram till olika värden på samma förvaltningsfastighet.

Gunnar Sköldeberg nämnde i intervjun som genomfördes att han genom sina värderingar kan bidra med en neutral syn på fastighetsbolagets interna värdering och på så sätt säkerställa den interna värderingen som genomförts av det fastighetsbolag som äger förvaltningsfastigheten. En fråga som då dyker upp är vad som menas med en neutral värdering och kan man verkligen vara neutral i sin värdering? Gunnar Sköldeberg sade i intervjun att han har sin egen metod för att fastställa det verkliga värdet som är en variant på kassaflödesmetoden och är på så sätt inte neutral då han har sin egen uppfattning om hur det verkliga värdet ska tas fram och vilka parametrar som skall ingå. Gunnar Sköldeberg kan på så sätt bidra med ett nytt värde på en förvaltningsfastighet men kan inte vara neutral i sin värdering.

Det skall tilläggas att man kan vara neutral som extern fastighetsvärderare på ett sätt då man inte påverkas av de fastighetsföretag vars förvaltningsfastigheter man värderar men samtidigt så värderar alla externa värderare en och samma förvaltningsfastighet till olika värden och är på så vis inte neutral. Detta för att alla externa värderare's personlighet omedvetet påverkar värderingen av förvaltningsfastigheten på ett eller annat sätt.

Då Aranäs inte tillämpar regelverket IFRS så finns det anledning att spekulera i om den värderingsmetod som Aranäs tillämpar är öppen för tolkning samt opportunistisk. Detta är något som Quagli & Avallone, 2010; 8 Fields m fl. (2001) också påstår genom faktorer som agentkostnader, informationsasymmetri och opportunism. Ytterligare stöd för detta får vi av Barley och Haddad (2003) som menar att om ett företag tillämpar anskaffningsvärdesmetoden så döljs företagets faktiska ekonomiska situation och då ges utrymme för manipulation.

Enligt Lorentzon (2011) är det en utmaning för ett bolag att värdera sina tillgångar till verkligt värde om en försäljning inte har genomförts. Detta då det är svårt att uppskatta det verkliga värdet och ta hänsyn till rätt parametrar, det är först när tillgången realiserats som man kan veta vad det verkliga värdet är.

Något som vi kan konstatera efter att ha genomfört vår studie är att byggrätter är något som är svårvärderat. De tre fastighetsbolagen samt en utav de två utomstående fastighetsvärderarna som vi intervjuat, Castellum, Wallenstam, Aranäs samt Göteborgs värderingsinstitut uttryckte sig olika när frågan om byggrätter dök upp under våra intervjuer. Eva Linder från Jones Lang LaSalle nämnde ingenting om byggrätter när vi intervjuade henne.

Håkan Hellström från Castellum förklarade att det är svårt att värdera byggrätter på grund av att de inte genererar några kassaflöden. Således kan man konstatera att det är svårt att göra en värdering då det inte på ett tillförlitligt sätt går att uppskatta framtida kassaflöden som man diskonterar och på så vis få ett värde på byggrätten.

Mats Herner från Wallenstam instämmer med det som Håkan Hellström säger, han anser också att det är svårt att värdera byggrätter. Wallenstam delar upp sina byggrätter i två kategorier, bostäder och kommersiella lokaler. När värdering av byggrätter genomförs så värderas byggrätten utifrån dess syfte. Mats Herner menar att Wallenstam gör ett antal antaganden som grundas på vad man tror om verkligheten samt den erfarenhet som Wallenstam har av värdering av byggrätter. Först när förvaltningsfastigheten, oavsett om det är en bostad eller en kommersiell lokal, står färdig så vet man vad den totala produktionskostnaden blivit men man måste värdera förvaltningsfastigheten till marknadsvärde för att få veta vad dennes värde är.

När Aranäs värderar sina byggrätter så använder man sig av en schablonvärdering. De faktorer som Aranäs grundar denna schablonvärdering på är byggrättens geografiska läge samt vilken typ av förvaltningsfastighet det avser. Det bakomliggande vid värdering av byggrätter är vad man ser kommer ut i slutändan. Man tar inte med byggrätterna i balansräkningen men man har med dem i tänket.

Precis som Mats Herner och Håkan Hellström säger så påstår också Gunnar Sköldeberg från Göteborgs värderingsinstitut att byggrätter är svårvärderade. Detta för att det inte finns någon färdig förvaltningsfastighet. Utöver det så försvåras värderingen även av att entreprenader samt bytesaffärer är inblandade. När Sköldeberg genomför en värdering av en byggrätt så uppskattar han värdet på en förvaltningsfastighet i färdigt skick med höga hyror som följd av att den är nybyggd. Han drar sedan bort byggkostnaden. Han tar hänsyn till diverse andra faktorer och får således fram en restpost som tar hänsyn till risk, byggkostnad samt vinst. I normalfallet halverar Sköldeberg denna restpost och får således ett gångbart värde på byggrätten.

Efter att ha genomfört samtliga intervjuer så kan vi konstatera att de olika företagen har olika sätt att värdera sina byggrätter på och man kan då förstå att det är väldigt viktigt att titta på hur de olika fastighetsbolagen fått fram det värde som de har på sina byggrätter som i sin tur i de flesta fall finns med i balansräkningen i bolagets årsredovisning med undantag för Aranäs i vår studie.

6. Slutsats

Syftet med denna studie har varit att undersöka vilka parametrar som ligger till grund för det verkliga värdet i ett fastighetsbolag och fokus har varit att se vilka skillnader som finns mellan de olika värderingsmetoderna.

I vår uppsats kan vi konstatera att Wallenstam, Castellum och Aranäs värderar sina förvaltningsfastigheter på olika sätt. Anledningen till detta är att de olika fastighetsbolagen har liknande värderingsmodeller men olika uppfattningar om vilka parametrar som skall ingå. Som Håkan Hellström från Castellum informerade om i vår intervju så finns det inget rätt eller fel när det kommer till värdering av förvaltningsfastigheter. Detta är något som vi, efter att ha genomfört vår studie, också kan konstatera.

Vi har i vår studie också kommit fram till att standarden IAS 40 vars existens syftar till att ge fastighetsbolagen riktlinjer för hur fastigheter skall värderas inte är tillräckligt utförlig i sin beskrivning av hur det verkliga värdet skall fastställas. Detta leder till att fastighetsbolagen måste tolka standarden på egen hand och det har lett till att det uppstått flera olika tolkningar av IAS 40. Detta är anledningen till att fastighetsbolagen idag använder sig av olika modeller när de skall ta fram det verkliga värdet på sina förvaltningsfastigheter.

Det finns många underliggande parametrar som påverkar en förvaltningsfastighets verkliga värde som har diskuterats ovan och de mest väsentliga parametrarna är olika för de olika fastighetsbolagen. Wallenstam utgår från i sin värdering beroende på vilket läge förvaltningsfastigheten har, Castellum utgår från avkastningskravet på den specifika förvaltningsfastigheten. Aranäs värderar sina förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde och har således inget krav på att ta fram det verkliga värdet på sina förvaltningsfastigheter.

De olika fastighetsbolagens affärsstrategi är en parameter som möjligtvis skulle kunna bidra till att fastighetsbolagen värderar sina förvaltningsfastigheter på olika sätt. Detta är något som Mats Herner på Wallenstam påstår.

Fastighetsbolagen anser att värdering av förvaltningsfastigheter är enkelt och att de olika bolagen anser att just deras metod är rätt metod att använda sig av när man skall värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Vi kan utifrån detta dra slutsatsen att det inte är så lätt att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde eftersom olika fastighetsbolag använder sig av olika värderingsmodeller.

Vi kan, efter att ha genomfört denna studie, konstatera att de olika fastighetsbolagen gör sitt bästa för att komma så nära det verkliga värdet som möjligt. Därför kan det verkliga värdet som fastställs av fastighetsbolagen ses som en riktlinje för vad marknadsvärdet är på en förvaltningsfastighet vid eventuell avyttring. Eftersom standarden IAS 40 inte är mer detaljerad än vad den är i dagsläget så kommer fastighetsbolagen att fortsätta värdera sina förvaltningsfastigheter som de gör idag till och med den dagen då en mer detaljerad standard kommer.

7. Förslag till vidare forskning

Förslag till vidare forskning skulle kunna vara att genomföra en studie med fokus på de olika fastighetsbolagens värderingsmodeller för att således mer ingående kunna se vilka parametrar som ingår i respektive bolags värderingsmodell. I denna studie behandlar vi bara de viktigaste parametrarna. Ett sätt man skulle kunna genomföra detta på är att låta ett antal fastighetsbolag värdera en och samma förvaltningsfastighet, se hur värdena de kommer fram till skiljer sig åt och till sist mer ingående se vilka parametrar, inte bara de viktigaste, som är anledningen till att dessa skillnader uppstår.

Om affärsstrategin har en avgörande roll i värdering till verkligt värde av förvaltningsfastigheter skulle kunna analyseras djupare.

Ett annat intressant forskningsämne skulle kunna vara hur det nya regelverket K3 som träder i kraft 2014 kommer att påverka värdering till verkligt värde för större fastighetsbolag.

8. Källförteckning

Barlev, B & Haddad J R. 2003. Fair value accounting and the management of the firm. *Critical Perspectives on Accounting* 14, no. 4. (May): 383-415.

Bellman, Lina (2012). *Auktoriserade fastighetsvärderares syn på värdering [Elektronisk resurs] : tankemönster om kommersiella fastigheter*. Lic.-avh. Sundsvall: Mittuniversitetet, 2012.

Bengtsson, B. 2008. Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40. Åbo: Åbo Akademis förlag.

Fields, T. D., Lys, T. Z. & Vincent, L. 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31, 255–307.

Holthausen, R. W., 1990. Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives *Journal of Accounting and Economics* 12 (1990) 207-218.

Jensen & Meckling, 1976 The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economic* vol. 3 pp. 305-360.

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

Lundkvist, Gustav, Polesie, Thomas & Torfason, Ásgeir B. (2011). *Att bygga en stad: vilka värden ligger bakom?*. Göteborg: BAS.

Martin, R. D., Rich, J. S. & Wilks, T. J. 2006. Auditing fair value measurements: A synthesis of relevant research. *Accounting Horizons* 20 (3): 287–303.

Merriam, Sharan B. (1994). *Fallstudien som forskningsmetod*. Lund: Studentlitteratur

Quagli & Avallone. 2010. Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry. *European Accounting Review* 19: 3, 461 – 493.

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

Torfason, Ásgeir B. (2010). *Investments in a long-term perspective: how a family company has built its assets*. Licenti atavhandling Göteborg : Göteborgs universitet, 2010.

Watts, R. L. 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons* 17, no. 3: 207-221.

Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt: fastighetsnomenklatur. 11., rev. och utök. uppl. (2011). Stockholm: Fastighetsnytt (Perssons Kapitel).

IFRS-volymen/IAS/IAS 40 Förvaltningsfastigheter.

8.1. Årsredovisningar

Ivar Kjellberg Fastighets AB 2012

Wallenstam 2012, 2004

Castellum 2012

Bilaga

Intervjufrågor

Hur tolkar du begreppet verkligt värde och dess definition?

På vilka grunder antas diskonteringsräntan hos de olika fastighetsbolagen?

Anser du att jämförbarheten mellan fastighetsbolagen har ökat sedan införandet av IAS 40?

Anser du att det verkliga värdet är mer relevant för bolagets intressenter och i så fall varför?

Vad grundar sig förvaltningsfastigheternas värden på i fastighetsbolagens balansräkning?

Har du någon uppfattning om hur övriga aktörer på fastighetsmarknaden värderar sina förvaltningsfastigheter och om hur snarlika de är varandra i sin värderingsprocess?

Hur tillförlitligt anser du att det verkliga värdet är?

Vad skulle du säga är skillnaden mellan anskaffningsvärdet och det verkliga värdet? Kan det finnas fördelar eller nackdelar med de olika metoderna?

Värderar fastighetsbolagen sina förvaltningsfastigheter olika utifrån sin affärsstrategi?

Upplever du att fastighetsbolagen värderar sina förvaltningsfastigheter högre ur ett investerarperspektiv? Alltså finns det tryck från den finansiella sidan (investerare) att fastighetsbolagen skall värdera sina förvaltningsfastigheter högre för att locka investerare?

IFRS är skriven utifrån investerares perspektiv, kan man därför ifrågasätta hur försiktigt detta regelverk är i sin definition av verkligt värde?