



**Handelshögskolan**  
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

# **IAS 40**

## **VÄRDERING TILL VERKLIGT VÄRDE**

***Kandidatuppsats***

Externredovisning  
Företagsekonomiska institutionen  
Handelshögskolan i Göteborg  
Höstterminen 2007

***Handledare***

Märta Hammarström

***Författare***

Max Ronander  
Martin Dellbratt

# SAMMANFATTNING

## BAKGRUND OCH PROBLEM

Från och med 2005 ska svenska noterade koncerner upprätta sina koncernredovisningar enligt IAS/IFRS. Det betyder att företag som innehar förvaltningsfastigheter får värdera dessa till verkligt värde eller anskaffningsvärde, som det tidigare var värderades dem till anskaffningsvärde. Standarden säger att även om ett företag väljer att värdera sina förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde måste de lämna upplysningar om det verkliga värdet. De val som företagen får genom standarden är många och ger företagen möjlighet att värdera sina fastigheter själva eller genom att använda sig av externa värderare.

Problemet som vi ser ligger i att företagen fritt får välja att värdera själva eller använda sig av externa värderare, vilket kan leda till att företagen värderar sina förvaltningsfastigheter på olika sätt. Beroende på vilket val företagen gör kommer resultaträkningen och indirekt balansräkningen påverkas olika mellan företagen. Vi vill undersöka vad det är som styr valet av värderingsmetod, samt om det påverkar redovisningen och vilka konsekvenser det kan få. Frågan studien kommer att utgå ifrån är:

- ✓ *Vad styr upprättarnas val av redovisningsmetod, internvärdering kontra externvärdering?*

För att komma fram till ett svar på huvudfrågan har vi två sekundära frågor till hjälp:

- ✓ *Vad är den praktiska skillnaden mellan externvärdering och internvärdering?*
- ✓ *Finns det några tecken på att redovisningen påverkas beroende på val av metod som används och vilka konsekvenser får det?*

## SYFTE

Syftet med uppsatsen är undersöka om det föreligger några incitament för att företagen använder sig av intern eller extern värdering. Samt i viss mån se vilka skillnader det finns mellan intern och extern värdering och om valet påverkar redovisningen.

## AVGRÄNSNINGAR

Vi har valt att avgränsa vårt arbete till fastighetsbranschen och vidare till fastighetsbolag med verksamhet i Sverige. Vidare har vårt valda problemområde redan gjort en del av avgränsningen åt oss, då vi endast utifrån detta problem kan koncentrera studien till noterade fastighetsbolag som tillämpar IAS 40 i sin värdering av sina förvaltningsfastigheter i den årliga redovisningen.

## **METOD**

Metoden vi valt för att angripa studiens problemställning är att framförallt se till de noterade bolagens årsredovisningar och de upplysningar som finns där, angående värderingen av förvaltningsfastigheter. För att komplettera denna bild har intervjuer med de olika fastighetsbolagen genomförts, samt med en revisor som är expert på just fastighetsbranschen. Denna insamlade data ställs sedan mot IAS 40 och värderingsmetoder i analysen. På så sätt ska vi försöka reda ut hur de olika valen som företagen gör i samband med värdering av fastigheter påverkar redovisningen och de som läser den.

## **RESULTAT OCH SLUTSATSER**

Det vi har kommit fram till är att de flesta av de undersökta företagen värderar samtliga förvaltningsfastigheter internt och sedan kontrollerar detta genom mindre omfattande externa värderingar. Troligtvis även för att marknaden inte ska förlora förtroendet för företagets interna värdering. Anledningen till att de gör det internt är främst en kostnadsfråga och att företagen tycks anse att de klarar av att värdera sina fastigheter minst lika bra som en extern värderare. Den externa värderingen tenderar till ge högre värden vilket indikerar på att fastighetsbolagen är något försiktiga i sin interna värdering.

## **FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING**

Eftersom de företag som tillämpar IAS 40 inte har erfårit någon lågkonjunktur så tycker vi det skulle vara intressant att se om företagets inställning till att värdera internt eller externt ändras i en lågkonjunktur. Då ekonomin sviktar kan det vara av större vikt att få marknads förtroende men samtidigt finns de högre kostnaderna för extern värdering kvar. Kostnaderna kanske anses för höga i lågkonjunktur och gör då att företagen helt slutar använda sig av externa värderare. Leder det till att försiktigheten försvinner då de inte kommer att kontrollera sina interna värderingar löpande och att vi får konstant stegrande fastighetsvärderingar?

## FÖRKORTNINGAR OCH DEFINITIONER

<b>IAS</b>	International Accounting Standards
<b>IASB</b>	International Accounting Standards Board
<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standards
<b>Förvaltningsfastigheter</b>	“Fastigheter (mark eller byggnad – eller del av byggnad – eller båda) som innehas (av ägaren eller av en leasingtagare om leasingavtalet klassificeras som ett finansiellt leasingavtal) i syfte att generera hyresintäkter eller värdestegringar eller en kombination av dessa” <sup>1</sup>
<b>Verkligt värde</b>	”Det belopp till vilken en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs” <sup>2</sup>
<b>Orealiserade värdeförändringar</b>	Värdeförändringen mellan det bokförda värdet vid årets början och det utgående bokförda värdet vid årets slut
<b>Realiserade värdeförändringar</b>	Värdet av försäljning minus det bokförda värdet vid årets början

---

<sup>1</sup> IAS 40

<sup>2</sup> IAS 40

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING.....	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEM OCH SYFTE .....	3
1.2.1 PROBLEM .....	3
1.2.2 SYFTE.....	3
1.3 AVGRÄNSNINGAR .....	4
1.4 METOD .....	4
1.4.1 DATAINSAMLING .....	4
1.4.3 METOD FÖR ANALYS.....	6
1.4.4 TILLFÖRLITLIGHET .....	6
2. TEORI .....	7
2.1 KVALITATIVA EGENSKAPER I REDOVISNINGEN .....	7
2.2 IAS 40 .....	8
2.2.1 FÖRVALTNINGSFASTIGHETER .....	8
2.2.2 VÄRDERING EFTER ANSKAFFNINGSTIDPUNKTEN.....	9
2.2.3 REDOVISNINGEN AV VÄRDEFÖRÄNDRINGAR .....	11
2.3 FASTIGHETSMARKNADEN .....	12
3. EMPIRI .....	14
3.1 VÄRDERINGSMODELLER .....	14
3.1.1 MARKNADSVÄRDET .....	14
3.1.2 AVKASTNINGSVÄRDET .....	14
3.1.3 MODELLER .....	15
3.1.4 ORTSPRISMETODEN.....	15
3.2 NUVÄRDESMETODEN.....	16
3.2.1 CASH-FLOWMETODEN.....	16
3.2.2 INTÄKTS/KOSTNADS METODEN (I/K metoden).....	16
3.2.3 PRODUKTIONSKOSTNADSMETODEN.....	17

3.3 FASTIGHETSBOLAGENS VÄRDERING .....	18
3.3.1 FASTPARTNER .....	19
3.3.2 FABEGE .....	19
3.3.3 HOMEPROPERTIES .....	20
3.3.4 CASTELLUM.....	21
3.3.5 HEBA .....	22
3.3.6 BRINOVA .....	23
3.3.7 BALDER .....	24
3.3.8 DIÖS .....	25
3.3.9 KLÖVERN .....	26
3.3.10 HUFVUDSTADEN .....	27
3.3.11 WIHLBORGS .....	28
3.3.12 KUNGSLEDEN .....	29
3.3.13 LJUNGBERG GRUPPEN (Atrium Ljungberg Gruppen) .....	30
3.3.14 WALLENSTAM .....	31
3.3.15 CATENA FASTIGHETER .....	32
3.5 INTERVJUSAMMANSTÄLLNING .....	35
3.5.1 HOMEPROPERTIES .....	38
4. ANALYS OCH DISKUSSION .....	40
5. SLUTSATSER.....	44
5.1 SLUTSATSER .....	44
5.2 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING .....	44
LITTERATURFÖRTECKNING.....	45

# 1. INLEDNING

## 1.1 BAKGRUND

Från och med 2005 ska svenska noterade koncerner upprätta sina koncernredovisningar enligt IAS/IFRS (International Financial Reporting Standards). Detta ändrar förutsättningarna inom redovisningsområdet<sup>3</sup>. En stor förändring är att företagen kan redovisa vissa tillgångar till verkligt värde. Det vi valt att skriva uppsats om är en av dessa tillgångsgrupper, nämligen förvaltningsfastigheter. Den standard som gäller för förvaltningsfastigheter är IAS 40 och den gäller för alla noterade fastighetsföretag.

Standarden ger företagen två värderingsmöjligheter, värdering till det historiska anskaffningsvärdet eller värdering till verkligt värde. Om företaget väljer att värdera till anskaffningsvärde i sina balansräkningar måste företagen ändå alltid lämna en upplysning om fastigheternas verkliga värde i årsredovisningen.<sup>4</sup>

Förvaltningsfastigheter definieras enligt IAS 40 som:

*"Förvaltningsfastigheter är fastigheter (mark eller en byggnad eller del av byggnad eller båda) som innehas (av ägaren eller leasingtagare om leasingavtalet klassificeras som ett finansiellt leasingavtal) i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av båda".<sup>5</sup>*

Vidare är det verkliga värdet, enligt IAS 40, det belopp till vilket tillgången värderas vid en överlåtelse mellan två kunniga parter som är oberoende av varandra och som båda vill att överlåtelsen genomförs.

Det problem som vi ser är hur företagen ska fastställa ett korrekt verkligt värde på fastigheterna. I IAS 40 står det att verkligt värde erhålls bäst genom aktuella priser på en väl fungerande marknad där fastigheterna är likartade vad gäller hyror, geografiskt läge och avtal. Det kan dock vara svårt att få ett korrekt värde baserat på detta. Fastigheters marknadsvärde är exempelvis inte lika lätt att fastställa som bilars, där det alltid finns en aktiv marknad. Denna svårighet leder till att många företag inte kan få fram det bästa värdet, utan de måste vid en sämre fungerande eller mindre aktiva marknader välja andra sätt att värdera på. I IAS 40 finns det i sådana fall riktlinjer om hur företagen ska gå till väga om det inte existerar en fungerande marknad. Företaget ska då värdera fastigheterna genom uppskattning, antingen genom att titta på vad andra marknader har för priser på fastigheter eller genom att titta historiskt, vad liknande fastigheter senast har betingat för priser. Ett annat alternativ är att beräkna det nutida värdet av framtida kassaflöden som fastigheten kommer att bidra med.

---

<sup>3</sup> Balans, 2007

<sup>4</sup> IAS 40 p. 30

<sup>5</sup> IAS 40 p. 5

De val som IAS 40 ställer till förfogande för företagen vad gäller värderingens framtagande ger många valmöjligheter, och således ger det att olika företag kommer att ta fram sina verkliga värden på olika sätt. Då företagen väljer värdering till verkligt värde, kan de komma fram till värdet genom att göra det själva internt, eller genom att använda sig av externa värderingsföretag som värderar fastigheterna åt företaget. Frågan blir då naturligt, vilka metoder som används, och hur väl dessa reflekterar fastigheternas verkliga värden. Vilka incitament finns för att använda eller inte använda externa värderingsföretag, och hur påverkar det redovisningen?



## 1.2 PROBLEM OCH SYFTE

### 1.2.1 PROBLEM

Enligt IAS 40 får företagen välja metod för att komma fram till det verkliga värde som ska redovisas eller upplysas<sup>6</sup>. Metoderna är antingen att genom en extern värderingsmetod, intern värderingsmetod eller att företagen använder sig av båda metoderna. De problem som vi ser med att företag får välja värderingsmetod är att det verkliga värdet som kommer fram beroende på val kanske inte blir det verkliga värdet som IAS föreskriver, att olika företag har olika incitament att redovisa på ett särskilt sätt. Andra problem som uppstår kan vara att jämförbarheten mellan företagen försvinner. Beroende av vilket val företagen gör kommer resultaträkningen och indirekt balansräkningen påverkas olika mellan företagen. Vi vill undersöka vad det är som styr valet av värderingsmetod, samt om det påverkar redovisningen och vilka konsekvenser det kan få. Frågan vi kommer att utgå ifrån är:

- ✓ *Vad styr upprättarnas val av redovisningsmetod, internvärdering kontra externvärdering?*

För att komma fram till ett svar på huvudfrågan har vi två sekundära frågor till hjälp:

- ✓ *Vad är den praktiska skillnaden mellan externvärdering och internvärdering?*
- ✓ *Finns det några tecken på att redovisningen påverkas beroende på val av metod som används och vilka konsekvenser får det?*

### 1.2.2 SYFTE

Syftet är med denna uppsats att se om det finns några underliggande incitament för en intern eller extern värdering av förvaltningsfastigheter, samt om det finns skillnader mellan tillvägagångssätten för de båda. Vidare ska vi se om valet av metod påverkar redovisningens utfall, om värdena skiljer sig åt mellan en intern och extern metod.

Vi kommer dock inte att undersöka vilken uträkningsmetod som lämpar sig bäst för att få fram det verkliga värdet, utan bara om det finns skillnader mellan externa och interna tillvägagångssätt och hur det i så fall påverkar redovisningen.

---

<sup>6</sup> IAS 40

## 1.3 AVGRÄNSNINGAR

Vi har valt att avgränsa vårt arbete till fastighetsbranschen och vidare till fastighetsbolag med verksamhet i Sverige. Vidare har vårt valda problemområde redan gjort en del av avgränsningen åt oss, då vi endast utifrån detta problem kan koncentrera studien till noterade fastighetsbolag som tillämpar IAS 40 i sin värdering av sina förvaltningsfastigheter i den årliga redovisningen.

## 1.4 METOD

*Efter flera diskussioner inom gruppen har vi kommit fram till att det, enligt oss, bästa sättet att angripa valt problemområde är att dels inhämta data, främst i form av fastighetsbolagens egna årsredovisningar från 2006, och sedan komplettera dessa med genom intervjuer via telefon, e-post med dels företagen, samt med en revisor med expertis inom förvaltningsfastigheter personligen.*

---

### 1.4.1 DATAINSAMLING

#### 1.4.1.2 ÅRSREDOVISNINGAR

Inledningsvis har vi valt att gå igenom årsredovisningen från alla de noterade fastighetsbolagen på stockholmsbörsen för att se hur mycket information angående värderingen av fastighetsbeståndet som lämnas.

Vi valde att först och främst se till de noterade koncernerna dels, för att tillgängligheten på information är större och lättare att ta fram, och dels för att de noterade bolagens årsredovisningar följer de formkrav som IFRS ställt upp, och ökar därmed relevansen vad beträffar jämförbarhet. De noterade bolagen värdera sina fastigheter till verkligt värde enligt IAS 40<sup>7</sup> och även visa dessa värden över resultaträkningen som tidigare nämnts. Onoterade fastighetsbolag får inte tillämpa IAS 40, men däremot ska de onoterade bolagen upplysa om verkligt värde enligt RR 24<sup>8</sup>, men vi anser att de noterade bolagen lägger större vikt vid värderingen då detta direkt påverkar företagets resultat.

Fördelen med att på detta sätt jämföra och inhämta information från årsredovisningar är, som vi nämnt tidigare, att informationen tagits fram på ett standardiserat sätt och granskats av revisorer innan informationen presenterats. Dock ska det poängteras att redovisningen inte alltid visar upp den mest ekonomiskt riktiga bilden, då företagets ledningar kan ha en rad olika incitament till att påverka årets siffror, både positivt och negativt. För att minska betydelsen av dessa incitament hade studien kunnat utföras över en period av år, men även detta får vi anse vara en begränsad möjlighet då IAS 40 först trädde i kraft 2005.

---

<sup>7</sup> IAS 40 p.30

<sup>8</sup> RR 24 p.25

### 1.4.1.3 INTERVJUER

Vidare ansåg vi inte att endast en studie av årsredovisningar kunde ge oss tillfredställande svar på våra frågor, så det föll sig naturligt att fördjupa kunskapen och insikterna kring problematiken med mer djupgående intervjuer. Dessa utfördes dels med personer som fastighetsbolagen själva ansåg vara mest lämpade för en intervju och kunniga om det område vi berör. Dock har samtliga respondenter varit högt uppsatta med direkt insyn och i de flesta fall direkt kontroll över värderingen av fastighetsbeståndet. Vi tog tidigt kontakt med samtliga bolag som omfattas av vår studie, men då intervjuerna skulle genomföras under slutet av året, blev antalet intervjuer mer begränsat än vad vi initialt hade hoppats på. Många företag hade under denna årsbokslutsperiod inte tid att ställa upp på intervjuer. Sedan kompletterades detta genom intervju med revisorer från Ernst & Youngs fastighetsgrupp. Ett av företagen fångade vårt intresse lite extra varför vi valde att presentera intervjun med detta företag för sig. Det gäller Homeproperties, som inriktat sig mot hotellfastigheter.

Intervjuerna kom att genomföras som en typ av diskussion, där vi som intervjuare försökte se intervjun som en chans till en djupare förståelse.

Då vi inte besitter den spetskompetens vi anser behövs för att ställa de mest relevanta frågorna, lämnas det mer öppet och sker således mer som en öppen dialog. Fördelen blir då att respondenten kan tala fritt kring problemet och frågeställningen och belysa det väsentliga utan att bli styrda av frågor som inte är tillräckligt djupgående. Vår roll blir mer att guida samtalet i önskad riktning. Däremot kan detta i vissa fall leda till att "fel" frågor besvaras och att respondenten i större utsträckning talar om vad som intresserar henne/honom och blir mer svårstyrd ur ett intervjuarperspektiv.<sup>9</sup>

Nackdelen med denna typ av intervju är att det ställer höga krav på intervjuaren och dennes kunskaper och analysförmåga<sup>10</sup>. Dock är vi medvetna om detta samt inser de inneboende brister som finns i gruppen, men anser ändå att denna typ av intervju blir den som på bästa sätt kan föra oss vidare i arbetet med denna studie. För de intervjuer där respondenterna inte kunde finna tid varken för telefon- eller personlig intervju genomfördes dessa i e-brevsform, med ett fåtal öppna frågor respondenterna fick svara på och diskutera utifrån.

Fördelen med att på detta sätt kombinera intervjuer och undersökningar av årsredovisningarna är att styrka de resultat som framkommer. Tyder de båda sätten på samma problematik, kan detta vara ett tecken på att problemet inte är beroende av undersökningsmetod, och således kan större tillförlitlighet fästas vid resultatet. Dock innebär denna kombination en högre grad av självkritik, då vi inte ska försöka se mönster som inte finns i verkligheten.<sup>11</sup>

Läsaren ska dock vara medveten om att denna studie är mycket begränsad både vad gäller tid och ekonomiska resurser, varför exempelvis längre resor som kunde ge fler och eventuellt ännu mer relevanta intervjuer, har uteblivit.

---

<sup>9</sup> Andersen I, 1998

<sup>10</sup> Andersen I, 1998

<sup>11</sup> Andersen I, 1998

### 1.4.3 METOD FÖR ANALYS

I analysen ställs vår insamlade data mot vår referensram för att påvisa de praktiska och de teoretiska skillnaderna mellan de olika företagens val av metod för beräkning av verkligt värde. Även resultaten från intervjuerna kommer att jämföras med varandra, och sedan ställas mot den gjorda analysen av årsredovisningarna. Allt med utgångspunkt ur vår referensram för att på ett mer lättförståeligt och effektivt sätt kunna jämföra de svar vi fått med varandra. Vidare kommer de resultat som framkommit vid intervjuerna ligga till grund för utvärderingen av företagens val av redovisningsmetod och de olika incitament som kan vara underliggande.

### 1.4.4 TILLFÖRLITLIGHET

De årsredovisningar som stor del av studien grundar sig på, är framtagna som nämnts tidigare, i enlighet med de normer och regleringar som finns. Dock finns det alltid ett utrymme för tolkning vid läsningen av informationen. Samtidigt redovisar företagen utifrån sin verklighet där en rad olika antaganden och incitament kan ligga till grund för att styra redovisningen mer åt ett speciellt håll. Det kan exempelvis handla om att hålla nere vinstnivåerna i en högkonjunktur för att på så sätt få mindre beskattning.

Vidare kan inte heller respondenterna i denna studie anses vara objektiva. Alla arbetar aktivt inom de olika företagen och har sina egna värderingar och uppfattningar om verkligheten att utgå ifrån. Detta kan då medföra att den information som framkommit, även om den tyder på samma faktorer som årsredovisningen, inte alltid kan vara till fullo tillfredsställande och objektiv. Även det sätt, på vilket vi formulerat våra frågor vid intervjusituationerna kan spela in på respondenternas uppfattningar om vilken typ av svar vi eftersöker. Vidare kan även våra egna förutfattade meningar, tolkningar, värderingar och kunskaper ligga till grund för att de slutsatser vi dragit av informationen kan bli missvisande.

Den litteratur som använts är skriven under de senaste åren efter införandet av IAS 40, varför relevansen däri ibland kan ifrågasättas. Eftersom standarden då ännu inte genomgått mer än ett årsbokslut kan det således bli relativt svårare att dra korrekta slutsatser.

Slutligen kan det riktas kritik mot sättet att inhämta information. Då en stor del av studiens empiri kommer ifrån samma typ av källa, nämligen årsredovisningar, kan detta medföra ytterligare felmarginal i tolkningen av materialet då bilden kanske inte nyanseras tillräckligt. Även de artiklar och undersökningar vi använt oss av kan innehålla tolkningar redan gjorda från de personer som sammanställt dem före oss.

## 2. TEORI

### 2.1 KVALITATIVA EGENSKAPER I REDOVISNINGEN

Ett företag har en mängd olika intressenter så som banker, kunder och investerare. Dessa intressenter behöver få en så riktig information som möjligt om företaget för att kunna ta ekonomiska beslut. Det finns ett antal olika kvalitativa egenskaper som utformats just för att företagens intressenter ska få en så användbar information som möjligt. Föreställningsramen som IASB har återkommer kvalitativa egenskaper som relevans, jämförbarhet och tillförlitlighet.<sup>12</sup>

Syftet med relevans är att informationen i redovisningen ska vara relevant, informationen ska kunna användas som underlag för beslutsfattande. Relevans kan delas in i två olika kategorier, prognosrelevans och återföringsrelevans och båda kriterierna berör användningen av redovisningens information vid beslut. Prognosrelevans innebär att informationen i redovisningen används som underlag till exempelvis investerares prognoser. Återföringsrelevans används för att kontrollera utfallet av de prognoser som baserades på redovisningens information.<sup>13</sup>

Den kvalitativa egenskapen jämförbarhet kan delas in i två delar, jämförbarhet mellan företag och jämförbarhet över tid för ett företag. Jämförbarhet mellan företag innebär att exempelvis investerare ska kunna jämföra olika företags siffror och det görs lättast genom att företagen använder sig av samma eller liknade mått. Denna kvalitativa egenskap har en direkt koppling till den kvalitativa egenskapen relevans. Den andra delen som är jämförbarhet över tid innebär att händelser av ett slag inom ett företag ska presenteras och redovisas på liknade sätt om det inträffar vid senare tidpunkt. Innebörden är således att alla likartade händelser ska redovisas på samma vis. Detta kräver att företagen följer redovisningsprinciperna och använder dem konsekvent.<sup>14</sup>

Tillförlitlighet handlar om redovisningens avbildning av den ekonomiska verkligheten i företaget. Om företagets information i redovisningen avbildar verkligheten på rätt sätt utan att vara allt för osäkert anses redovisningen vara tillförlitlig.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> IASB:s föreställningsram

<sup>13</sup> Ibid.

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> Ibid.

## 2.2 IAS 40

EU har under många år diskuterat om de ska använda sig av gemensamma redovisningsregler för de europeiska börsnoterade företagen och på så vis harmonisera marknaden och för att komma närmre de regler som finns internationellt<sup>16</sup>. Från och med 2005 gäller att alla noterade bolag i Europeiska Unionen ska tillämpa internationella redovisningsregler<sup>17</sup>. De standarder som ska tillämpas inom EU är exempelvis IAS 40 som är en av många.

IAS 40 är en standard som arbetats fram av IASB och rör förvaltningsfastigheter. Vi har nedan gjort en sammanfattning av standarden för att skapa en bättre förståelse. Sammanfattningen innehåller de delar av standarden som är centrala för vårt arbete. Svenska börsnoterade fastighetsbolag följer denna standard som innebär att företagen kan välja om de vill redovisa sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde eller anskaffningsvärde. IASB rekommenderar att redovisa till verkligt värde<sup>18</sup>. Denna standards syfte är att ange hur företags förvaltningsfastigheter ska redovisas samt vilka upplysningar som ska lämnas i samband med redovisningen. Standarden tillämpas vid redovisning, värdering och upplysningar om förvaltningsfastigheter. I standarden görs skillnad på rörelsefastighet och förvaltningsfastighet.<sup>19</sup>

### 2.2.1 FÖRVALTNINGSFASTIGHETER

Definitionen av en förvaltningsfastighet är att det är en fastighet som är byggnad, del av byggnad eller mark som innehas av ägaren eller av leasetagare, om leasekontraktet är av finansiell karaktär, för att inbringa hyresintäkter eller generera värdeökning. En rörelsefastighet är en fastighet som innehas av ägaren eller leasetagaren, om leasekontraktet är av finansiell karaktär, för produktion och tillhandahållande av varor, tjänster eller för att inhysa administration. Skillnaden mellan dessa två fastighetsdefinitioner är att förvaltningsfastigheter ska generera hyresintäkter eller värdeökning oberoende av andra tillgångar. Redovisningen av rörelsefastigheter regleras i IAS 16. Det är upp till företagen själva att avgöra om fastigheten är en förvaltningsfastighet eller en rörelsefastighet.<sup>20</sup>

En förvaltningsfastighet ska redovisas som tillgång om företaget ges nytta av de framtida ekonomiska fördelarna som fastigheten ger och om förvaltningsfastighetens anskaffningsvärde kan beräknas på ett tillförlitligt sätt<sup>21</sup>. Vid förvärv tas förvaltningsfastigheten upp till anskaffningsvärde samt de eventuella transaktionskostnader som uppstod vid förvärvet.<sup>22</sup>

---

<sup>16</sup> EUs redovisningsstandard, Westmark C, 2005

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> IASB

<sup>19</sup> IAS 40

<sup>20</sup> IAS 40 punkt 5

<sup>21</sup> IAS 40 punkt 16

<sup>22</sup> IAS 40 punkt 20

## 2.2.2 VÄRDERING EFTER ANSKAFFNINGSTIDPUNKTEN

Enligt IAS 40 ska ett företag som redovisningsprincip välja att antingen redovisa till anskaffningsvärde eller verkligt värde, det som väljs ska som redovisningsprincip gälla för företagets samtliga förvaltningsfastigheter<sup>23</sup>. Om företaget väljer att värdera sina fastigheter till anskaffningsvärde ska dessa värderas i enlighet med IAS 16. IAS 16 behandlar anläggningstillgångar.<sup>24</sup>

När ett företag valt att redovisa sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde så ska alla värdeförändringar som uppkommer redovisas över resultaträkningen i den period de uppkommit. Förvaltningsfastighetens verkliga värde är enligt IAS 40 det pris som fastigheten skulle kunna säljas för i en transaktion mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och vill att transaktionen ska ske<sup>25</sup>. Det verkliga värdet får inte påverkas av särskilda avtal i transaktionen. Det ger att förvaltningsfastighetens verkliga värde avspeglar marknadens på balansdagen<sup>26</sup>. Ett företag som valt hur de ska redovisa sina förvaltningsfastigheter kan och får inte byta till det andra sättet om det inte innebär att det nya sättet skulle ge en mer rättvisande bild av förvaltningsfastighetens värde. Sannolikheten att ett skifte från att värdera till verkligt värde mot att värdera till anskaffningsvärde skulle ge en mer rättvis bild av det ekonomiskt riktiga värdet är mycket liten<sup>27</sup>.

Redovisning till anskaffningsvärde innebär att företaget tar försiktighetsprincipen i anspråk och att de beaktar realisationsprincipen. Tendensen är att värdering blir lägre än det ekonomiska riktiga värdet då företag använder sig av värdering till anskaffningsvärdet. Då företag värderar sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde negligeras försiktighets- och realisationsprincipen och närmar sig relevans. Det verkliga värdet ska avspeglas i balansräkning och de värdeförändringar som uppkommer förs över resultaträkningen.

Som tidigare nämnts förespråkar IASB att företagen väljer att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Det bästa sättet att få fram verkligt värde enligt IAS 40 är att titta på en väl fungerande marknad och se aktuella priser för likartade fastigheter. IAS 40's rekommendationer är att använda sig av externa värderare vid värderingen av förvaltningsfastigheter. Men det är inget krav utan företagen kan välja att utföra värderingen internt, bara den sker på ett tillförlitligt sätt<sup>28</sup>. Om företaget inte kan fastställa det verkliga värdet på förvaltningsfastigheten på ett tillförlitligt sätt ska företaget värdera fastigheten till anskaffningsvärde och tillämpa IAS 16 vid värderingen av denna fastighet. Situationerna som detta kan inträffa i är då det exempelvis inte skett någon liknande transaktion av fastigheter inom den närmaste tiden eller om företaget inte kan nuvärdesberäkna de kommande kassaflöden som fastigheten ska ge upphov till.<sup>29</sup>

---

<sup>23</sup> IAS 40 punkt 30

<sup>24</sup> IAS 40

<sup>25</sup> IAS 40 punkt 36

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> IAS 40 punkt 31

<sup>28</sup> IAS 40 punkt 45

<sup>29</sup> IAS 40 punkt 53

Standarden ger också vilka upplysningar som måste lämnas vid redovisningen av förvaltningsfastigheter. Upplysningar som ska lämnas är vilket val av värdering som företaget gör, till anskaffningsvärde eller verkligt värde samt på vilka grunder de väljer vad som räknas som förvaltningsfastigheter och rörelsefastigheter. I årsredovisningen måste information om vilka värderingsmetoder de använt sig av och om det grundar sig på faktiska transaktioner eller inte<sup>30</sup>. Om företaget har valt att värdera sina förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde måste de lämna upplysningar om förvaltningsfastigheternas verkliga värde<sup>31</sup>.

Företaget ska även upplysa om de ingående och utgående värdena på förvaltningsfastigheter samt visa om en ökning gjorts vad den beror på, samma upplysningar ska lämnas om det skett en minskning<sup>32</sup>. Exempel på ökning som inte är en värdeförändring kan var förvärv av fastigheter, uppköpande av dotterbolag eller ett samgående med annat bolag som innehar fastigheter. Om företaget har fastigheter som klassificerats som rörelsefastigheter ska upplysningar om dessa vara separerade från upplysningar om förvaltningsfastigheter<sup>33</sup>.

Fastighetsbolag som har nyproducerat eller har fastigheter under uppbyggnad måste, då projektets användningsområde övergår till uthyrning, omklassificera fastigheten till förvaltningsfastighet. Omklassificering måste även ske då användningsområdet för en befintlig fastighet ändras, exempelvis från att ha hyrts ut till att användas inom företagets egen rörelse. När ett företag upparbetar en fastighet för försäljning ska den omklassificeras till varulager. Efter det att fastigheten omklassificerats kommer dess nya anskaffningsvärde vara det som den hade vid värdering till verkligt värde. Fastigheten kommer då att ha samma värde i balansräkningen som försäljningen inbringar.<sup>34</sup>

---

<sup>30</sup> IAS 40 punkt 75

<sup>31</sup> IAS 40

<sup>32</sup> IAS 40 punkt 76

<sup>33</sup> IAS 40 punkt 78

<sup>34</sup> EUs redovisningsstandard, Westmark C, 2005



### 2.2.3 REDOVISNINGEN AV VÄRDEFÖRÄNDRINGAR

Då företaget har verkligt värde som värderingsval så finns det olika sätt att redovisa värdeförändringarna över resultaträkningen.

... realiserade och orealiserade värdeförändringar redovisas under rubriken rörelseresultat.

... realiserade och orealiserade värdeförändringar redovisas under rubriken rörelseresultat, men med en särskild delsummering.

... realiserade värdeförändringar redovisas under rubriken rörelseresultat, medans orealiserade värdeförändringar redovisas i en särskild del under rubriken finansnetto.

... realiserade och orealiserade värdeförändringar redovisas i en särskild del under rubriken finansnetto.

... realiserade och orealiserade värdeförändringar redovisas i en särskild del under rubriken förvaltningsresultat.

Oavsett i vilken del av resultaträkning som företaget väljer att redovisa värdeförändringarna så blir det inte fel, eftersom standarden är öppen för flexibilitet. Det verkliga värdet ska återspegla marknadens priser i balansräkningen på balansdagen<sup>35</sup>. Vinster eller förluster som uppkommer genom värdeförändringar ska redovisas i den period de uppkommer, detta ger investerare en mer uppdaterad bild av företaget<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> IAS 40 punkt 38

<sup>36</sup> IAS 40 punkt 35

## 2.3 FASTIGHETSMARKNADEN

En undersökning av Lindebergs och tidningen Fastighetsnytt, där de 100 största fastighetsbolagen tillfrågats visar att bolagen ser ljusst på framtiden.<sup>37</sup> Dock medger företagen en större oro för ränteläget i USA och sin egen finansiering. Hela 30 % av de tillfrågade företagen oroar sig för läget i USA, att jämföra med endast 6 % under 2006.<sup>38</sup>

Trots den ökade oron räknar ändå 80 % av fastighetsbolagen med en ökning av hyresintäkterna under det närmaste året, och hela 56 % räknar med ökade försäljningspriser på fastigheter. Vidare tror en stor majoritet av de 100 tillfrågade att värdet på deras eget förvaltningsfastighetsbestånd kommer att öka under det kommande året och hela 70 % av de större fastighetsägarna räknar med att göra nyinvesteringar i fastigheter i Sverige.<sup>39</sup>

Ofta fungerar fastigheter som säkerheter för lån som banker och kreditinstitut ger till såväl företag som privata hushåll. Om fastigheterna inte skulle vara rimligt värderade, utan värdena drivits upp genom överoptimism eller spekulation, finns det risk att värdena faller kraftigt, i snabb takt. Denna problematik, framförallt med fallande priser på kontorsfastigheter, låg till grund för stora förluster under krisen på 1990-talet, då stora delar av bankväsendet försattes i gungning.<sup>40</sup>

Den finansiella stabiliteten i Sverige har en stark och direkt koppling till marknaden för kommersiella fastigheter. Fastighetsbolagen är bankernas enskilt största låntagare med cirka 20 % av de fyra storbankernas utlåning till allmänheten, med säkerheter främst i kommersiella fastigheter. Vidare är fastigheter även en attraktiv placering för försäkringsbolag, pensionsbolag och andra investerare, varför både långivarna och de som investerar i fastigheter påverkas av utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden. Priserna på kommersiella fastigheter drivs främst av förväntade framtida hyresintäkter. Och hyresintäkterna i sin tur drivs dels av förväntningarna på sysselsättningen i tjänstesektorn (även om detta förhållande inte är helt stabilt) och dels av investerarnas avkastningskrav. De senaste två åren har dock sambandet mellan värde på fastigheter och hyresintäkter brutits. Trots att sysselsättningen i tjänstesektorn ökat har inte efterfrågan på kommersiella hyreslokaler ökat nämnvärt. Men ändå har priserna på kommersiella fastigheter ökat kraftigt.<sup>41</sup>

---

<sup>37</sup> Fastighetsrapporten, Lindebergs 2007

<sup>38</sup> Ibid.

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> Utvecklingen på fastighetsmarknaden 2007

<sup>41</sup> Ibid.

Troligtvis ligger förklaringen i investerarnas minskade avkastningskrav. Avkastningskravet som är riskpremien för att placera pengar i fastigheter gentemot det riskfria alternativet långa statsobligationer kan ifrågasättas om det verkligen är rimligt med en sådan låg nivå.<sup>42</sup>

Fastighetsbolagen har dock större marginaler idag än innan fastighetskrisen på 1990-talet, varför företagen sannolikt är bättre rustade för att hantera en dämpning på marknaden.<sup>43</sup>

Under 2006 ökade de utländska investeringarna i svenska fastigheter kraftigt. Drygt 40 % av alla investeringar som gjordes på marknaden var från utländska aktörer. Detta medför både för- och nackdelar. Med investerare från fler länder sprids riskerna och en dämpning av marknaden skulle inte få lika stor betydelse. Däremot blir den svenska marknaden mer beroende av andra utländska marknader. Har en utländsk investerare bundit mycket kapital i en annan marknad med nedåtgående trend, finns risken att fastigheterna i Sverige då säljs för att täcka de utländska förlusterna. Det kan då medföra snabba prisförändringar på den svenska fastighetsmarknaden.<sup>44</sup>

Riksbanken tror att priserna på fastigheter kan komma att fortsätta stiga i en ganska hög takt under den närmaste tiden. På längre sikt är dock denna snabba ökning i fastighetspriser inte hållbar.<sup>45</sup>

---

<sup>42</sup> Ibid.

<sup>43</sup> Utvecklingen på fastighetsmarknaden, 2007

<sup>44</sup> Ibid.

<sup>45</sup> Ibid.

## 3. EMPIRI

### 3.1 VÄRDERINGSMODELLER

#### 3.1.1 MARKNADSVÄRDET

För att fastställa det verkliga värdet, eller marknadsvärdet, på en fastighet finns det olika modeller att utgå ifrån vid denna beräkning. För att kunna använda dessa modeller måste det dock först definieras vad som är marknadsvärde. Marknadsvärdet är kopplat till en tänkt överlåtelsesituation och uttrycker fastighetens bytesvärde:

*"Det mest sannolika priset vid försäljning av en fastighet under normala förhållanden på den allmänna fastighetsmarknaden<sup>46</sup>."*

Denna definition bygger institutet för fastighetsvärdering vidare på och säger att marknadspriset är

*"det mest sannolika priset vid en viss angiven tidpunkt på en fri och öppen marknad<sup>47</sup>."*

I IAS40 har det verkliga värdet definierats som:

*"Verkligt värde är det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs<sup>48</sup>."*

Begreppen pris och marknadsvärde skiljer sig alltså åt. Marknadsvärdet, som utgörs av det mest sannolika priset vid en försäljning, blir mer som en uppskattning eller prognos av en eventuell framtida händelse. Vad som skiljer detta mot priset, är att ett pris består av ett resultat från en händelse som verkligen inträffat, där en rad faktorer och förhållanden spelat in som kan ha varit mer eller mindre slumpmässiga.

#### 3.1.2 AVKASTNINGSVÄRDET

Begreppet används främst för fastigheter som bär någon form av avkastning. Såsom till exempel hyreshus eller jordbruksfastigheter. Avkastningen är dock knuten till en viss persons eller företags skicklighet vad gäller förvaltningen av fastigheten, dess finansiering och beskattningssituation mm. Avkastningsvärdet definieras som:

*"Nuvärdet av förväntade framtida nettoöverskott".*

---

<sup>46</sup> Fastighetsvärdering LMV Rapport, 2002:10

<sup>47</sup> Ibid.

<sup>48</sup> IAS 40

### 3.1.3 MODELLER

Vid värdering finns det huvudsakligen tre olika värderingsmodeller att utgå ifrån vid beräkning av en fastighets verkliga värde. I realiteten plockas det bästa utifrån varje modell och byggs samman till andra blandade modeller. Alla de olika modeller fastighetsbolagen och värderingsföretagen använder sig av, utgår dock ifrån de nedan beskrivna tre huvudmodellerna:

- ✓ Ortsprismetoden
- ✓ Nuvärdesmetoden
- ✓ Produktionskostnadsmetoden

### 3.1.4 ORTSPRISMETODEN

Ortsprismetoden är tillämpbar på alla typer av fastigheter. Metoden sägs vara en direkt metod, till skillnad från Nuvärdes- och produktionsmetoden som är indirekta. Metoden bygger på uppgifter om priser som betalats för liknande fastigheter inom ett visst område, eller ort.<sup>49</sup>

När en värdering ska göras måste objektet som ska värderas beskrivas med avseende på de faktorer som påverkar detta värde. Detta sker i normalt genom en besiktning. Vidare tas det fram andra objekt att jämföra med. Dessa hittas lättast genom exempelvis ett fastighetsprissystem eller kommunala förköpslistor. Det centrala är att göra det urval som leder fram till flest jämförbara köp vad gäller marknad och tid.

Dessa jämförelsefastigheter är dock aldrig identiska med den aktuella fastigheten, varför det blir nödvändigt att gallra och korrigera materialet. Jämförelse priserna kan relateras direkt till den aktuella fastigheten, eller indirekt genom att först normera priserna med basvärde, boarea eller hyra. Detta kan göras på fyra olika huvudsätt:

- ✓ **Bruttokapitaliseringsfaktorn** – Köpesumman normeras till utgående bruttoårshyror för att erhålla ett fastighetspris per hyreskrona. Detta nyckeltal tar dock *inte* hänsyn till drifts- och underhållskostnader.
- ✓ **Nettokapitaliseringsprocenten** –  $(\text{Driftnetto} \div \text{Köpeskillingen})$  Denna kvot kallas även *direktavkastning* och är mycket använd vid investeringsbedömning.
- ✓ **Köpeskillingskoefficienten** –  $(\text{köpeskillning} \div \text{taxeringsvärde})$  Visar pris per taxeringskrona. Denna är mest användbar vid allmängiltiga fastigheter, varför den bör användas med försiktighet då fastigheten ofta är unik. Taxeringsvärdet fångar dock inte upp mikroläget, och kan vara inaktuellt.
- ✓ **Kr/m<sup>2</sup> Bruksarea** – Metoden är relativt enkel att genomföra då både köpeskillning och bruksarea framgår av allmänna register.

---

<sup>49</sup> Fastighetsvärdering, LMV rapport 2002:10

Samtliga modeller bygger på beräkning av ett antal objekt som sedan vägs samman till ett medeltal att jämföra med.

I den slutgiltiga värdebedömningen är det viktigt att värderaren utöver de statistiska beräkningarna använder sig av de erfarenheter han/hon besitter. De särdrag en fastighet har i jämförelse med andra ska komma i uttryck i form av eventuella tillägg eller avdrag från fastighetens värde för att på så sätt komma så nära det verkliga priset som möjligt.

## 3.2 NUVÄRDESMETODEN

Nuvärdesmetoden är ett samlingsnamn på värderingsmodeller som bygger på att den framtida ekonomiska nyttan diskonteras till värdetidpunkten. Om syftet med beräkningen är att fastställa ett marknadsvärde talas det då om en metod för marknadssimulering. Simuleringen innebär att marknadens prisbildningsprocess efterliknas för att på så sätt få ett marknadsvärde för tidpunkten. Detta bygger dock på värderarens kännedom om marknadsparametrarna som ska ingå i beräkningen. Nuvärdesmetoden kan vidare delas in i *två* olika huvudmetoder:

### 3.2.1 CASH-FLOWMETODEN

Med cash-flowmetoden räknas löpande betalningsströmmar (in- och utbetalningar) över en viss kalkylperiod. Detta kräver att betalningsströmmarna prognostiseras inför varje period, och även eventuella restvärden ska sedan diskonteras till värdetidpunkten.

### 3.2.2 INTÄKTS/KOSTNADS METODEN (I/K metoden)

Enligt denna metod förenklas beräkningarna jämfört med cash-flow metoden, genom att istället se till hur driftnettot ser ut år 1 enligt formeln:  $f = H - D - U$ <sup>50</sup>.

I/K metoden förutsätter att driftnettot är det samma varje år. Således kan beräkningar göras antingen på en evig eller på en begränsad tidshorisont.<sup>51</sup>

Det talas då om antingen en räntabilitetsmodell eller en diskonteringsmodell, likt cash-flow metoden. Skillnaden mellan den senare och cash-flow metoden är dock att enligt I/K metoden så anses driftnettot vara det samma år för år, medan cash-flow metoden bygger på prognoser som kan se olika ut för varje år.

De vanligaste modellerna som värderare använder sig av är cash-flowmetoden och räntabilitetsmodellen. Där cash-flowmodellen är mer komplex och ofta mer kvalificerad, där räntabilitetsmodellen är snabbare och enklare. Dock kan räntabilitetsmodellen medföra en lätthet till att göra felbedömningar då modellen bygger på kraftiga generaliseringar över tid.<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup>  $f$  = Driftnetto,  $H$  = hyresinbetalning,  $D$  = driftutbetalning,  $U$  = underhållsbetalning

<sup>51</sup> Fastighetsvärdering, LMV rapport 2002:10

<sup>52</sup> Fastighetsvärdering, LMV rapport 2002:10

### 3.2.3 PRODUKTIONSKOSTNADSMETODEN

Det kan tyckas konstigt att produktionskostnaden ligger till grund för en värde bedömning. En fastighets värde kan såväl understiga som överstiga dess produktions – eller anskaffningskostnader.

Intresset för produktionskostnaderna kan dock förklaras med att de indirekt påverkar priset på fastigheten, och har en avgörande betydelse vid innehav, i form av kapitalkostnader. Produktionskostnadsmetoden består i huvudsak av tre moment:

- ✓ **Bedömningen av kostnaden** för att bygga en ny likadan fastighet. Genom indexuppräknning av historiska produktionskostnader eller direkt kostnadsberäkning för ny fastighet, kan återanskaffningsvärdet fastställas.
- ✓ **Minskning av värdet** som framkommit genom beräkningarna för att ta hänsyn till ålder och slitage (tekniskt nuvärde). Detta utförs med hjälp av en nedskrivningsmodell.
- ✓ När så det tekniska nuvärdet för fastigheten är framräknat **adderas värdet för marken**, som ofta fastställs med hjälp av ortsprismetoden.

Ska marknadsvärdet bedömas, ska detta göras i enlighet med marknadens bedömning. Det medför vissa svårigheter då det blir svårt att fastställa vilken nedskrivningsmodell som ska tillämpas och hur mycket nedskrivningsbehovet är för en ny fastighet. Detta har medfört att modellen blir svår att tillämpa vid en marknadsvärdesbedömning. Produktionskostnadsmetoden blir då framförallt användbar som kontrollmetod och rimlighetsbedömning av andra värderingsmetoder.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Fastighetsvärdering, LMV rapport 2002:10

### 3.3 FASTIGHETSBOLAGENS VÄRDERING

Samtliga fastighetsbolag som är noterade på stockholmsbörsen har valt att använda sig av verkligt värde enligt de riktlinjer de står fastställda i IAS 40 för att värdera sina förvaltningsfastigheter. Nedan följer en beskrivning för hur varje företag går till väga för att fastställa detta verkliga värde.

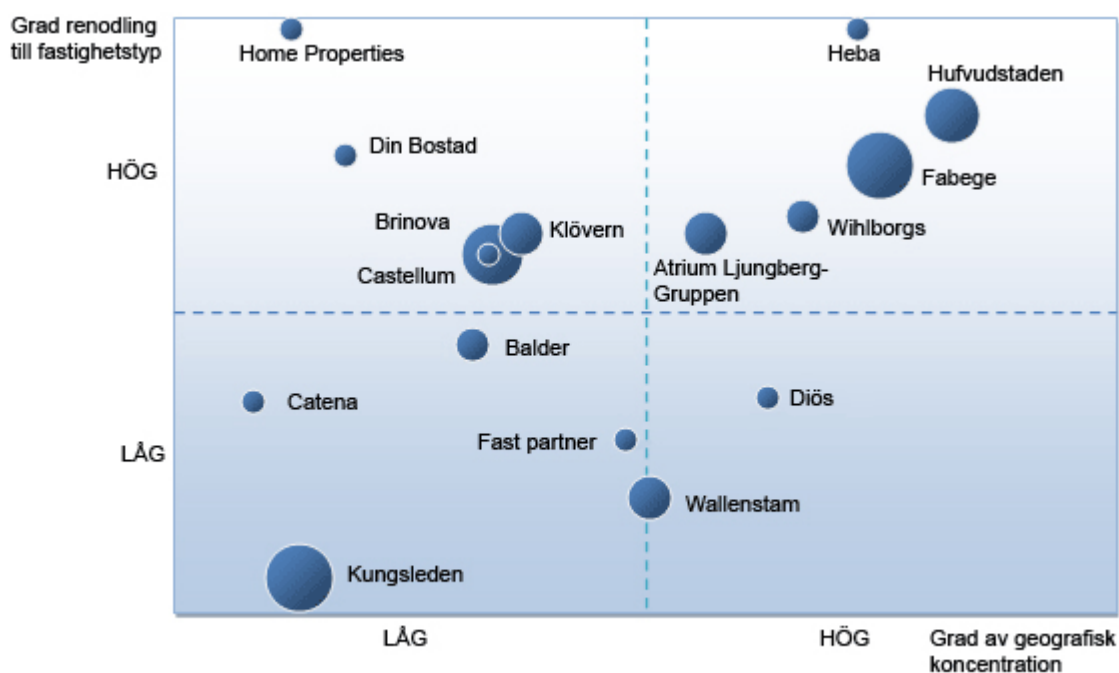


Diagram 1<sup>54</sup> Marknadspositionering där storleken på cirkarna antyder storlek på företaget.

<sup>54</sup> Ljungberg Gruppen 2006



### 3.3.1 FASTPARTNER

Fastpartner är noterat på Stockholmsbörsens MidCap-lista. Företaget fokuserar på kommersiella fastigheter, framför allt i stockholmsregionen. Deras lokaler är främst till för logistik, kontor och industrier. Under 2006 uppgick värdeförändringarna till 210 MSEK och deras resultat till 315 MSEK. Värderingen sker internt, löpande under året och baseras på en prognos för varje fastighet, över en tioårsperiod. Varje år görs även en budget som ligger till grund för prognosen.<sup>55</sup>

Fastpartners värdering är baserade på antaganden om framtida kassaflöden och diskonteringsräntor, i vissa fall görs jämförelser med andra fastigheter som köpts eller sålts.<sup>56</sup>

I och med förvärv, försäljningar och uppgradering uppdateras värderingen fortlöpande, i denna uppdatering finns också händelser som inte beaktas i tioårsprognosen. Sådana händelser är exempelvis uppsägningar och uthyrningar som har en stor påverkan. Fastpartner använder sig av externa värderare för att kontrollera det egna framtagna värdet, och värderingarna som sker löpande under året omfattar cirka 30 % av fastighetsbeståndet. Under 2006 hade Fastpartner en avvikelse gentemot det externt framtagna värdet som uppgick till 9 MSEK, vilket motsvarar cirka 0,9 %.<sup>57</sup>

Värderingen grundar sig vidare på följande antaganden:

- ✓ Diskonteringsräntan 7 %
- ✓ Avkastningskrav om 9,2 %
- ✓ Vakansgrad om cirka 10 %

I framtiden vill FastPartner vara ett tillväxtbolag med inriktning mot att öka det egna fria kapitalet. För att kunna åstadkomma detta mål har företaget nått ett kreditavtal motsvarande 1500 MSEK. Fastpartner tror att räntan framöver får en relativt lugn utveckling, dock med en liten tendens till högre räntor. Vidare tror Fastpartner på att den nuvarande högkonjunkturen kommer att fortsätta. Tyngdpunkten av företags fastigheter återfinns i Stockholmsregionen med en bra variation på fastighetsslag. Genom detta tror Fastpartner att en konjunkturedgång inte kommer att bli så tydlig rörande deras hyresintäkter. Värdeförändringar på förvaltningsfastigheterna kommer dock att påverka resultatet.<sup>58</sup>

### 3.3.2 FABEGE

Fabege inriktar sig mot kommersiella lokaler, främst kontor samt en viss del fastighetsutveckling. Deras fastighetsbestånd är starkt koncentrerat till Stockholm och värderades under 2006 till cirka 27 000 MSEK. Företaget är noterat på Stockholmsbörsens LargeCap-lista och värderar likt de andra noterade bolagen sina fastigheter till verkligt värde. Värdeförändringarna uppgick till 972 MSEK och deras

---

<sup>55</sup> Fastpartner 2006

<sup>56</sup> Fastpartner 2006

<sup>57</sup> Ibid.

<sup>58</sup> Ibid.

resultat före skatt uppgick till 1863 MSEK. Hela fastighetsbeståndet externvärderas årligen.

Värderingen skedde med hjälp av två externa företag som värderade hälften av fastighetsbeståndet vardera. De externa värderarnas underlag till värderingen är dock information som lämnats ifrån Fabege själva. Exempelvis hyreskontrakt, vakanser och drifts och underhållskostnader. Fastighetsvärderingen baseras på kassaflödesanalyser, där de nuvärdesberäknar driftsöverskottet under en femårsperiod.<sup>59</sup>

Värderingen grundar sig på följande antaganden:

- ✓ Årlig inflation 2 %
- ✓ Viktad kalkylränta 7,8 %
- ✓ Viktat direktavkastningskrav restvärde 5,8 %
- ✓ Genomsnittlig långsiktig vakans 5,5 %
- ✓ Drift och underhåll, kommersiellt: 315 sek per m<sup>2</sup>, bostad: 480 per m<sup>2</sup>

Under 2006 hade Fabege en uthyrningsgrad på 89 %. Genom att Fabege är starkt positionerade i Stockholmsregionen, som är ett resultat av en kraftig omstrukturering av företaget, har fokus bytts från bostäder till kontor. De anser själva att de kommer stå sig bra även om en sviktande marknad är att vänta. Om hyresnivån på kommersiella lokaler går ner 1 % kommer det att påverka resultatet negativt med 19 MSEK, och vid samma nedgång på bostäder påverkar det bara resultatet med 1 MSEK. Det som kan komma att påverka mer är om det sker svängningar i räntan. En ökning med 1 % enhet innebär att resultatet påverkas med hela 62 MSEK. Vidare är den största faktorn som kan komma att påverka företagets resultat, de värdeförändringar som kan ske i förvaltningsfastigheterna.<sup>60</sup>

### 3.3.3 HOMEPROPERTIES

Homeproperties är ett fastighetsbolag inriktat på hotellfastigheter, som företaget äger i Sverige och Norge. Samtliga förvaltningsfastigheter värderas internt varje år till verkligt värde. Värdeförändringarna för deras förvaltningsfastigheter under 2006 uppgick till 122 MSEK och deras resultat före skatt uppgick till 389 MSEK. Tidigare år har kompletterande externvärderingar gjorts för att kontrollera den interna värderingen, men under 2006 gjordes inga sådana externa värderingar. Företagets interna värdering följer riktlinjer för värdering som lämnats av Svenskt Fastighetsindex. Värdet består av fastighetens värde exklusive hotellet och dess inventarier. Som underlag för värderingen använder Homeproperties sig av information om hyresavtal, vakans och drifts- och underhållskostnader.

Information över olika delmarknader, exempelvis Norge och Sverige där uppgifter om konkurrenter, beläggning på hotell och genomsnittliga rumspriser används i värderingen. Vidare grundar sig värderingen på antaganden om kassaflöden under en kalkylperiod om tio år. Kassaflödena består av nuvärdet av de beräknade driftsöverskotten och det antagna restvärdet på fastigheten.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Fabege 2006

<sup>60</sup> Fabege 2006

<sup>61</sup> Homeproperties 2006

Värderingen grundar sig på följande antaganden:

- ✓ Årlig inflation 2 %
- ✓ Kalkylränta 7-11 % (lite beroende på land)
- ✓ Direktavkastning 5-9 %
- ✓ Drifts och underhållskostnader fås fram genom historik

Riskerna bedöms som små eftersom vakanser knappt är förekommande i denna nisch av fastighetsbranschen. Hyresgästerna består av väl ansedda företag, och enligt Homeproperties påverkas deras hyresgäster inte av nedåtgående trender i konjunkturen. I deras övriga bestånd, 4 %, som består av kommersiella fastigheter bedöms risken vara lika stor som för övriga fastighetsbranschen. Räntekostnader är en post som har stor betydelse, eftersom de utgör en betydande del av företagets totala kostnader. Om hyresnivån skulle minska med 1 % påverkar det resultatet med 25 MSEK. Om Homeproperties kalkylränta skulle minska eller öka med 1 % enhet ger det en ökad eller minskad värdeförändring med 350 MSEK som också påverkar resultatet med samma summa.<sup>62</sup>

### 3.3.4 CASTELLUM

Castellum är ett fastighetsbolag med inriktning mot kommersiella lokaler. Beståndet av fastigheter är koncentrerat till Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm och Mälardalen. Castellums verksamhet består av sex dotterbolag som äger och förvaltar fastighetsbeståndet, som värderades till cirka 24 000 MSEK under 2006. Företaget som tillhör de större i Sverige är noterat på Stockholmsbörsens LargeCap-lista. Värdeförändringarna under 2006 uppgick till 1145 MSEK varav 83 MSEK var realiserade värdeförändringar.

Resultatet före skatt och utan värdeförändringar uppgick till 883 MSEK under 2006. Värderingen är baserad på en tioårig kassaflödesmodell där företaget som utgångspunkt bedömt värdet individuellt för varje fastighet. Fastighetens driftsöverskott, inflationstakt, drifts- och underhållningskostnader tas med i bedömningen av fastighetens värdering. Under 2006 använde sig Castellum av en extern värderingsfirma för att säkerställa sina interna värderingar. Andelen av fastighetsbeståndet som externvärderades var cirka 50 %, och i den externa värderingen kom det fram att värdet översteg det interna med cirka 100 MSEK. Det totala värdet uppgick till 12 499 MSEK.<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> Homeproperties 2006

<sup>63</sup> Castellum 2006

Värderingen grundar sig på följande antaganden:

- ✓ Årlig inflation 1,5 %
- ✓ Generell risk 3 %
- ✓ Räntenivå för lånat kapital 5,5 %
- ✓ Avkastningskrav totalt kapital 6,9 – 9,5 %
- ✓ Avkastning eget kapital 9,5 – 16,8 %
- ✓ Drifts och underhållskostnader

Castellum tror på en fortsatt bra ekonomi med följderna att räntorna inte rör sig särskilt mycket och ser att utvecklingen av den Svenska ekonomin starkt påverkar hyresmarknaden för lokaler. De ser ljus på vakansgraden som kommer att gå ner och det öppnar för stigande hyresnivåer.

Räntekostnaderna är den största kostnadsposten för Castellum. Skulle Castellums låneränta höjas med 1 % enhet ger det en ökad kostnad med 108 MSEK. Genom att de lagt ut sina lån på olika löptider försöker Castellum begränsa sina risker. Uthyrningsgrad har under 2006 varit 87 %.<sup>64</sup>

### 3.3.5 HEBA

Heba är ett mindre fastighetsbolag med stark inriktning mot bostäder. Största delen av deras fastighetsbestånd återfinns inom Stockholmsområdet. Företaget är noterat på Stockholmsbörsens MidCap-lista och tillämpar, som tidigare nämnts om övriga noterade bolag, IAS 40, och verkligt värde vid redovisningen av förvaltningsfastigheter.

Under 2006 uppgick värdet Hebas totala fastighetsbestånd till 2 675 MSEK. Företaget använder sig av ett externt värderingsföretag för att fastställa det verkliga värdet på fastigheterna. Hebas värdeförändringar på sina förvaltningsfastigheter uppgick under 2006 till 298 MSEK och deras resultat före skatt uppgick till 423 MSEK.

För att värderingsföretaget ska kunna fastställa ett så ekonomiskt riktigt värde på fastigheterna som möjligt, tillhandahåller Heba den informationen som behövs om just deras specifika fastighetsbestånd och marknadsnisch. Uppgifterna som lämnats är information om hyreskontrakt, hyror, drifts och underhållskostnader och vakanser. De externa konsulterna värderar varje fastighet för sig, och således är informationen som lämnats av Heba även den individuell för varje fastighet. Som huvudmetod för att värdera fastigheterna har kassaflödeskalkyler använts. Driftsnetton från varje fastighet, räntebidrag och investeringsbehov är de faktorer som främst tas med i kassaflödeskalkylen. Största delen av de värderade fastigheterna har värderats utifrån en femårig kassaflödeskalkyl.<sup>65</sup> Värderingen grundar sig på följande antaganden:

- ✓ Årlig inflation 2 %
- ✓ Hyresnivåerna antas följa inflationstakten
- ✓ Kalkylräntan 4,6 % - 8,5 %
- ✓ Avkastningskrav 2,5 % - 6,4 %

---

<sup>64</sup> Castellum 2006

<sup>65</sup> Heba 2006

Större delen av Hebas intäkter kommer ifrån bostadshyror. Eftersom företaget har merparten av sina fastigheter i Stockholmsområdet där det sker ständig inflyttning så anser Heba att de inte kommer att drabbas av några större vakanser oavsett hur konjunkturen utvecklar sig. Genom hög soliditet är de även mindre känsliga för ränteförändringar och denna mindre del belåning innebär naturligtvis även att hävstångseffekten blir mindre. En risk som finns är energiprisets utveckling då cirka 30 % av Hebas kostnader utgörs av värmekostnader.

Andra risker som förknippas med bostadsmarknaden är politiska beslut om exempelvis hyressättningar, vilket kan leda till begränsningar gällande hyreshöjningar. Om hyresnivåerna skulle ändras med 5 % enheter ger det en resultatpåverkan på cirka 13 MSEK. Om räntenivåerna skulle ändras 1 % enhet innebär det bara 1 MSEK i resultateffekt.<sup>66</sup>

### 3.3.6 BRINOVA

Brinova är ett fastighetsbolag med inriktning på kommersiella fastigheter, bostadsfastigheter samt fastighetsutveckling. Deras fastighetsbestånd finns främst i mellersta och södra Sverige. Bolaget är noterat på Stockholmsbörsens MidCap-lista och har valt att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde genom en intern värdering. Brinova använder sig av en sexårig kassaflödesmodell för värderingen av fastigheterna där värderingen görs individuellt för varje enskild fastighet. Modellen baseras på intäkter och kostnader som dessutom justeras med framtida intäkter och kostnader.

Då företaget bedömer de framtida intäkterna och kostnaderna tas de kommande hyresnivåförändringarna och den nuvarande hyran i beaktande. Förutom den interna värderingen har Brinova tagit hjälp av en extern värderare för att kontrollera de interna värderingarna. Tio fastigheter externvärderades och resultatet av jämförelsen blev enligt Brinova tillfredsställande. Från 2004 har Brinovas värdeförändringar uppgått till 268 MSEK varav 167 MSEK är realiserade värdeförändringar och Brinovas resultat före skatt uppgick till 428 MSEK. Brinovas fastighetsbestånds bokförda värde är 3 395 MSEK.<sup>67</sup> Värderingen grundar sig på följande antaganden:

- ✓ Förändringar i hyresnivån
- ✓ Uthyrningsgrad
- ✓ Drifts och underhållskostnader
- ✓ Avkastningskrav

Brinovas intäkter påverkas främst av två faktorer. Dels uthyrningsgraden och dels nivån på hyrorna. Dessa två faktorer styrs av den allmänna konjunkturen. Företaget tror på sikt att uthyrningsgraden kan minska i samband med en eventuell konjunkturedgång. Brinova har en stor del långfristiga hyreskontrakt och deras hyresgäster har bra betalningsförmåga, vilket innebär att de på kort sikt klarar sig relativt bra vid en eventuell konjunkturedgång. Först när kontrakten löpt ut visar sig den negativa

---

<sup>66</sup> Heba 2006

<sup>67</sup> Brinova 2006

effekten på resultatet. Vid långtidskontrakt följer hyran KPI, justerad efter inflationen, vilket gör att riskerna minskar.

Indexklausulen innebär att hyrorna ökar med 75 - 100 % av inflationen. Brinova har som strategi att förvärva fastigheter med utvecklingspotential så att de vid eventuell försäljning av fastigheten kan realisera värdeökningen i fastigheten. Om Brinovas fastigheter skulle få en negativ värdeförändring om 1 % leder det till en negativ resultatpåverkan på cirka 34 MSEK. Fluktuationer i räntenivån  $\pm 1$  % leder det till att resultatet påverkas med  $\pm 29$  MSEK.<sup>68</sup>

### 3.3.7 BALDER

Balder är ett fastighetsföretag som är noterat på Stockholmsbörsens SmallCap-lista med ett fastighetsbestånd som i huvudsak består av kommersiella fastigheter i storstadsregionerna Göteborg, Stockholm och Malmö. Deras fastighetsbestånd hade ett bokfört värde 31 december 2006 på 7 000 MSEK. Balders orealiserade värdeförändringar uppgick till 212 MSEK under 2006 och det totala resultatet före skatt uppgick till 371 MSEK. Det verkliga värdet på förvaltningsfastigheterna fastställs huvudsakligen internt.

Balder baserar sin interna värdering på en tioårig kassaflödesmodell där fastigheterna värderas var och en för sig genom att nuvärdesberäkna de framtida kassaflödena samt fastighetens restvärde. Kassaflöden justeras allt eftersom marknaden ändras och beror även på vilket avkastningskrav fastigheten har. För att kontrollera sin interna värdering har Balder under 2006 använt sig av en extern värderare, som värderade cirka 20 % av Balders totala fastighetsbestånd. Den externa värderingen av fastigheterna översteg Balders värde med 6,5 %.<sup>69</sup>

Värderingen grundar sig i övrigt på följande antaganden:

- ✓ Årlig inflation 2 %
- ✓ Årlig ökning av drifts och underhållskostnader med 2 %

De risker som finns för Balder är höjda räntor, högre vakansgrad och fastighetskostnader. Hyresintäkterna har stor betydelse för Balder och därför blir uthyrningsgraden av yttersta vikt. Risken ökar om ett företag har ett flertal stora kunder, eftersom det vid större svängningar i konjunkturen leder till en lägre uthyrningsgrad. Balder försöker att undvika att bli beroende av ett fåtal större kunder för att minimera riskerna med stora vakanser. Uthyrningsgraden har under 2006 varit 90 % och deras största kund Ericsson står för 7 % av hyresintäkterna. Förutom Ericsson finns det ingen annan hyresgäst som svarar för mer än 3 % av hyresintäkterna. Om hyresnivån förändras med 1 % ger det en resultatpåverkan med 7 MSEK. En annan risk är de löpande fastighetskostnaderna som el och vatten. Vid en ökning av fastighetskostnaderna med 1 % ger det en resultatpåverkan med 2 MSEK.

Räntekostnaderna är den största kostnadsposten för Balder. Styrelsen har gjort upp finansieringsregler för företaget som innebär att de ska ha lån med kort räntebindning.

---

<sup>68</sup> Brinova 2006

<sup>69</sup> Balder 2006

Om ränteläget skulle förändras med 1 % enhet innebär det en direkt resultatpåverkan med närmre 37 MSEK.

Eftersom Balder redovisar sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde innebär det att de värdeförändringar som uppstår ska tas med i resultaträkningen. Om det uppstår en värdeförändring på 5 % innebär det att resultatet kommer att påverkas med 347 MSEK om fastighetsbeståndet är som det är idag.<sup>70</sup>

### 3.3.8 DIÖS

Diös är ett mindre fastighetsbolag som är noterat på Stockholmsbörsens SmallCap-lista och ur en geografisk synvinkel finns deras totala fastighetsbestånd norr om Dalälven. Inriktningen på deras fastigheter är kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter. Värderingen av fastigheterna gjordes under 2006 av en extern värderare. Den orealiserade värdeförändringen uppgick då till 167 MSEK och resultatet innan skatt uppgick till 241 MSEK. Värdet har tagits fram genom en kassaflödesmodell som löper på fem år.

Den externa värderaren har fått information ifrån Diös vad gäller hyreskontrakt, hyror, drift och underhållskostnader och framtida investeringar. Värderingen har utförts individuellt för varje fastighet där även hänsyn tagits till fastighetstyp och på vilken marknad fastigheten verkar på. Värderingsanalysen leder fram till ett driftsnetto per fastighet plus ett restvärde på fastigheten och detta tillsammans ger värdet på fastigheten. Vid indikationer om större värdeförändringar under året justeras värdet till näst kommande kvartalsrapport.<sup>71</sup>

Värderingen grundar sig på följande antaganden:

- ✓ Årlig inflation 2 %
- ✓ Avkastningskrav 5-10 %
- ✓ Framtida drifts och underhållskostnader
- ✓ Marknadens eller områdets framtida utveckling gällande hyror

Diös har för närvarande en uthyrningsgrad på cirka 90 %. De viktigaste riskfaktorerna är just uthyrningsgraden och räntenivåerna. Vid en höjning av räntenivån med 1 % enhet ger det en negativ resultateffekt på 11,5 MSEK. Vid en negativ värdeförändring på 1 % enhet ger det en resultateffekt på 22 MSEK. Diös tror att intresset för fastigheter i norra Sverige kommer att öka markant de följande åren, dels till följd av att norra Sveriges ekonomi växer. Dels till följd av politiska beslut, i form av utlokalisering av statliga verk som förläggs till norra Sverige, som kan komma gynna Diös<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> Balder 2006

<sup>71</sup> Diös 2006

<sup>72</sup> Ibid.

### 3.3.9 KLÖVERN

Klövern är ett fastighetsbolag noterat på MidCap-listan på stockholmsbörsen med koncentrationen av fastighetsbeståndet till tio stora städer i Sverige. Främst arbetar företaget med kontors-, industri- och lagerlokaler. Under ett år värderas samtliga av Klöverns förvaltningsfastigheter både internt och externt. Det sker genom att ca: 25 % externvärderas varje kvartal och resterande fastigheter internvärderas. Vid nästa följande kvartal externvärderas ytterligare 25 % av fastighetsbeståndet, vilket medför att alla fastigheter kommer att värderats både externt och internt över en rullande 12 månaders period.

Värderingen utförs med en avkastningsbaserad metod i kombination med ortsprismetoden, där kassaflödesmetoden har använts, vilket innebär en uppskattning av framtida kassaflöden.<sup>73</sup>

Internvärderingen utförs med hjälp av samma metodik och program som externvärderingen, där alla fastigheter bedöms individuellt med en kalkylperiod om 5 år, undantaget fastigheter med betydande längre löpande kontrakt. Vidare grundar sig dessa värderingsmodeller i en marknadsanalys samt en analys av fastighetens kostnader, hyresintäkter samt investeringar. För att säkrare kunna bedöma fastighetens värde analyseras även aktuella hyreskontrakt, kända uthyrningar och avyttringar för att fastställa fastighetens intjäningsförmåga. Efter att ett hyreskontrakt löpt ut tillämpas en marknadshyra i modellerna. Vid bokslutet 31 december 2006 uppgick Klöverns fastighetsbestånds verkliga värde till 10 701 MSEK.<sup>74</sup>

#### Värderingsmodell

+	Beräknade hyresinbetalningar
-	Driftsutbetalningar (inkl. fastighetsskatt, reparations- och <u>underhållskostnader, tomträttsavgälder</u> ) enligt kassaflödesmetoden.
=	<b><i>Driftöverskott enligt kassaflödes metod.</i></b>
-	<u>Avdrag för investeringar</u>
=	<b><i>Fastighetens kassaflöde</i></b>

Klöverns uthyrningsgrad låg under 2006 på 84 %. Som en del av Klöverns verksamhet ingår även förädling av fastigheter för senare försäljning. Denna del av företaget påverkas också av faktorer såsom ränteläget, efterfrågan på hyreskontrakt, hyrestillväxten, företagets skattesituation, möjligheterna till lånefinansiering samt avkastningskraven. Klöverns största hyresgäst är Ericsson, som står för hela 18 % av Klöverns totala hyresintäkter och har en genomsnittlig kontraktstid på 3,1 år. Därefter följer SAAB och Posten som står för 4 % respektive 3 % av totala hyresintäkterna.<sup>75</sup>

Efterfrågan på kommersiella fastigheter hos klövern beror främst på allmänna konjunkturförändringar, ortens sysselsättnings- och befolkningsutveckling. Påverkan är dock mindre än hos bolag med koncentration till bara Stockholm, Göteborg och Malmö.

---

<sup>73</sup> Klövern 2006

<sup>74</sup> Ibid.

<sup>75</sup> Ibid.



En förändring i hyresnivån med  $\pm 1\%$  skulle få en effekt på resultatet med 10,7 MSEK. Vidare är hyresnivåerna på huvuddelen av Klöverna verksamhetsorter lägre än vad som krävs för förräntning på nybyggnation, vilket medför att risken för överutbud av konkurrerande ytor till följd av nybyggnation är begränsad. Skulle däremot genomsnittsräntan förändras  $\pm 1\%$  enhet blir utslaget större. Hela 68,8 MSEK skulle påverka resultatet positivt eller negativt.<sup>76</sup>

### 3.3.10 HUFVUDSTADEN

Hufvudstaden har en mycket klar profil. Samtliga fastigheter är belägna i Stockholm och Göteborg, och företaget finns noterat på Stockholmsbörsens LargeCap-lista.

Varje år värderas normalt hela förvaltningsfastighetsbeståndet internt, där varje enskild fastighet analyseras och värderas. Värderingen sker med sin grund i en direktavkastningsmetod där driftöverskott baseras på marknadsanpassade hyresintäkter. Dessa intäkter har reducerats med en uppskattad hyresvakansgrad som på långsikt löper med 5 – 7 %. Även schablonmässiga avdrag har gjorts för drifts- och underhållskostnader. Under året uppdaterar Hufvudstaden löpande den interna värderingen med köp, försäljning samt investeringar. Löpande sker det även utvärderingar av marknaden för att se om det finns indikatorer på förändringar i fastighetsbeståndets värde.<sup>77</sup>

De avkastningskrav som används vid värderingen av fastigheterna varierar beroende på i vilken region och inom vilket delområde inom regionen fastigheten befinner sig.

Avkastningskraven baseras på bedömningar om marknadens avkastningskrav på köp och försäljningar av jämförbara fastigheter i liknande lägen. Även byggkonstruktion, teknisk standard och typ av fastighet beaktas vid dessa bedömningar. För fastigheter där Hufvudstaden endast har tomträtt, har beräkningarna baserats på ett avkastningskrav som är 0,25 % - enheter högre än för fastigheter där Hufvudstaden innehar mark med äganderätt. Värdet säkerställs sedan med hjälp av två externa värderingsföretag.<sup>78</sup>

Normalt externvärderas 20 – 30 % av det internt bedömda marknadsvärdet och urvalet ska då representera fastigheter från olika kategorier, orter, lägen och standard, såväl byggmässig som teknisk. Under 2006 externvärderades 35 % av det totala internt bedömda marknadsvärdet. Det externa värdet på dessa fastigheter uppgick till 6,1 mdkr  $\pm 3 - 6\%$  och den interna värderingen av samma fastigheter uppgick till 6 000 MSEK, vilket faller inom det intervall externvärderingen visade.<sup>79</sup> Vidare har det antagits vid värderingen:

- ✓ långsiktig hyresvakansgrad 5 – 7 %
- ✓ Avkastningskrav, Stockholm 4,25 – 5,5 %
- ✓ Avkastningskrav, Göteborg 5 – 5,75 %
- ✓ Driftsnetto, totalt 531,7 MSEK

---

<sup>76</sup> Klöverna 2006

<sup>77</sup> Hufvudstaden 2006

<sup>78</sup> Ibid.

<sup>79</sup> Ibid.

Företagets verksamhet finansieras förutom av egna medel även till stor del av upplåning från kreditinstitut. Detta får som följd att en förändring om  $\pm 1\%$  enhet i räntenivån skulle påverka resultatet med 13 MSEK. Vidare skulle en liknande förändring i vakansgraden om  $\pm 1\%$  enhet få en resultat effekt på 11 MSEK.<sup>80</sup>

Förvaltningsfastigheternas totala värdeförändringar uppgick till 2 647,5 MSEK under 2006. Detta förklaras främst av att Hufvudstaden under året har haft ett lägre uppskattat direktavkastningskrav till följd av ett stort intresse för kommersiella fastigheter från investerare, både internationellt och i Sverige. Även den historiskt låga räntenivån har haft inverkan på värderingen. Det genomsnittliga direktavkastningskravet under 2006 uppgick till 4,8 %.<sup>81</sup>

### 3.3.11 WIHLBORGS

Fokus ligger för Wihlborgs på kommersiella fastigheter i Öresunds-regionen, och företaget finns noterat på stockholmsbörsens MidCap-lista.

Samtliga förvaltningsfastigheter externvärderades individuellt för att avspegla marknadsvärdet under 2006. Företaget har även fastigheter utomlands i Danmark och Tyskland som även de har externvärderats. Sammantaget uppgick posten värdeförändring i fastigheter till 629 MSEK. Fastigheterna värderas varje kvartal internt för att fastställa den värdeförändring som uppkommit under perioden. Således internvärderas fastighetsbeståndet tre gånger per år per 31 mars, 30 juni och 30 september och externvärderas per 31 december.<sup>82</sup>

Fastighetsbeståndet värderas enligt en marknadssimuleringsmodell som innebär att marknadsvärdet beräknas genom ett avkastningsvärde, som i sin tur bygger på en fem-årig kassaflödesanalys. Kassaflödesanalysen bygger på antaganden för in- och utbetalningar, kalkylränta samt en beräkning av eventuella restvärden.

För varje fastighet beräknas således framtida hyresintäkter utifrån gällande hyreskontrakt under innevarande period, och de framtida hyresintäkterna bedöms och beräknas individuellt för varje fastighet.<sup>83</sup>

Värdet för obebyggda fastigheter, samt sanerings- och förädlingsobjekt bestäms genom nybyggnadsvärdet. Med andra ord återanskaffningskostnaden.<sup>84</sup> Antagen som värdeberäkningen grundas på innefattar bl. a:

- ✓ Vakansgrad
- ✓ Hyresutveckling
- ✓ Direktavkastningskrav 5 – 9 %
- ✓ Räntesats 3,66 %

---

<sup>80</sup> Hufvudstaden 2006

<sup>81</sup> Ibid.

<sup>82</sup> Wihlborgs 2006

<sup>83</sup> Ibid.

<sup>84</sup> Ibid.

De risker Wihlborgs identifierar med ett avgörande inflytande på resultaträkningen är främst förändringar i hyresintäkterna, utvecklingen av kostnader för fastigheterna samt förändringar på räntenivån. Även företagets skattesituation och värderingen av fastigheterna är faktorer som påverkar.<sup>85</sup>

Efterfrågan på Wihlborgs kommersiella lokaler påverkas främst av allmänna konjunkturförändringar samt aktuella orters utveckling avseende befolkning och sysselsättning. En förändring i hyresintäkterna om 1 % skulle påverka resultatet med 10 MSEK. Den största effekten skulle dock en lika stor förändring av räntekostnaderna få, med ett utslag på hela 51 MSEK på resultatet. Vidare har marknadens bedömningar om risker och framtid stor betydelse för fastighetsprisernas utveckling. Även förväntningarna på värdestegring, belåningsmöjligheter och framtida hyresintäkter påverkar starkt.<sup>86</sup>

### 3.3.12 KUNGSLEDEN

Kungsleden är ett av de större fastighetsbolagen, och finns därför noterade på Stockholmsbörsens LargeCap-lista. Företaget har blivit ledande inom fastigheter för vård, skola och äldreboende. Kungsleden värderar hela sitt fastighetsbestånd till verkligt värde och baserar främst beräkningarna av det verkliga värdet på interna värderingar som sker löpande under året, inför varje kvartal. Förvaltningsfastigheter definieras som:

*"Byggnader och mark som ägs eller leasas genom ett finansiellt leasingavtal i syfte att generera hyresintäkter och/eller värdestegringar".<sup>87</sup>*

Den modell som används är en nuvärdesberäkning av framtida *driftsnetton*, med en kalkylperiod på fem år. Hänsyn tas till kategori, geografi och hyresavtalens löptid. Anmärkningsvärt är även att inflationen antas till 1,5 % per år under hela kalkylperioden. Kostnader för drift och underhåll beräknas för varje fastighet, där erfarenheter från jämförbara objekt även vägs in.<sup>88</sup> Övriga antaganden är:

- ✓ Kalkylränta 6,5 - 16 %
- ✓ Direktavkastningskrav 5 - 14 %
- ✓ Långsiktig vakans 5 - 10 %

Kungsleden gör även bedömningen att marknaden kräver att de interna värderingarna kontrolleras via externa värderingar. Banker och andra kreditgivare har även detta som ett krav för finansiering av nyförvärv eller återinvesteringar i fastigheter. Den externa värderingen sker vart tredje år genom att ett representativt urval om cirka 70 % av fastighetsbeståndets totala värde både värderas fullständigt och besiktigas. Åren däremellan görs endast en uppdatering av det tidigare fastställda verkliga värdet, en så kallad "skrivbordsvärdering", vilket innebär att ingen besiktning eller fysisk kontroll av fastigheterna genomförs. Denna uppdatering sker på samtliga fastigheter.

---

<sup>85</sup> Wihlborgs 2006

<sup>86</sup> Ibid.

<sup>87</sup> Kungsleden 2006

<sup>88</sup> Ibid.

För nyförvärvade fastigheter samt om bedömning görs att särskilda skäl föreligger genomförs dock en fullständig värdering.<sup>89</sup>

Kungsleden ser den externa värderingen som *"en kvalitetskontroll av de interna värderingarna som är de gällande för fastställande av verkligt värde på koncernens fastigheter"*. Vidare skriver bolaget i sin årsredovisning att *"i princip alla fastigheter värderades externt 2006."* Det totala verkliga värdet uppgick den 31 december till 23 106 MSEK.<sup>90</sup>

Utbudet och efterfrågan på fastighetsmarknaden har en naturligt stark koppling till hur det går för företaget. Vidare är utvecklingen på hyresmarknaden, allmänna ränteläget och kreditmarknaden faktorer som påverkar företagets resultat. En förändring i räntekostnaderna på 1 % enhet skulle få en effekt på resultatet om cirka 128 MSEK.

Trots att hyresmarknaden varit relativt svag under de senaste åren har ändå fastigheternas värde stigit. Detta förklarar Kungsleden främst genom ränteutvecklingen och kreditmarknadens förbättrade funktionalitet, och därmed det ökade intresset för fastigheter som investeringsobjekt. På lång sikt är dock fortfarande hyresmarknadens utveckling den viktigaste faktorn.<sup>91</sup>

### **3.3.13 LJUNGBERG GRUPPEN (Atrium Ljungberg Gruppen)**

Ljungbergs Gruppen, som numera går under namnet Atrium Ljungberg Gruppen har ett tydligt fokus på utveckling och förvaltning av handels- och kontorsfastigheter.

Värdering av förvaltningsfastighetsbeståndet sker vid varje hel- och halvårsskifte till verkligt värde, som utgår från interna kassaflödesberäkningar. För att säkra dessa beräkningar stäms värderingsparametrarna av med externa experter. Under 2006 värderades dock fastighetsbeståndet externt. Detta som ett steg i samgåendeprocessen mellan Atrium och Ljungberg Gruppen. Värderingen skedde genom liknande kassaflödesberäkningar som de interna, samt med individuella bedömningar av varje fastighets framtida intjäningsförmåga, utifrån fastighetens användning och skick vid värderingstillfället.<sup>92</sup>

Dock har ingen hänsyn tagits till eventuella framtida investeringar eller utvecklingspotentialen hos fastigheterna. Det verkliga värdet på fastighetsbeståndet uppgick 2006 till 16 855 MSEK, varav mark med byggrätter 262 MSEK.<sup>93</sup>

Bolaget värderar fastigheter under uppförande i enlighet med IFRS till byggrätt, samt nedlagda kostnader. Detta sker fram till dess att en tillförlitlig kassaflödesvärdering kan genomföras.<sup>94</sup>

---

<sup>89</sup> Kungsleden 2006

<sup>90</sup> Ibid.

<sup>91</sup> Ibid.

<sup>92</sup> Ljungberg Gruppen 2006

<sup>93</sup> Ibid.

<sup>94</sup> Ibid.

Antaganden vid värderingen omfattar bl. a:

- ✓ Avkastningskrav, snitt 5,8 %
- ✓ Vakansgrad 6 %
- ✓ Hyresutveckling under året, 7 %
- ✓ Hyresutveckling, 2007 – 2008, 4 %

Varje år fastställer styrelsen en finanspolicy, ett ramverk för finansieringen och hur de finansiella riskerna ska hanteras. De största riskerna för Atrium – Ljungberg Gruppen är främst kreditrisken och ränterisken. Eftersom bolagets styrelse inte tillåter lån i utländsk valuta förekommer således ingen valutarisk.<sup>95</sup>

För att hantera de finansiella riskerna finns som nämnts tidigare strikta regler för hur upplåning ska skötas. Skulle dock en förändring i det genomsnittliga avkastningskravet med  $\pm 0,25$  %, skulle detta påverka resultatet med 590 MSEK. Även för hur ränterisken ska hanteras finns det förbestämda regler. Exempelvis ska omförhandlingstidpunkterna spridas, och maximalt 20 % av lånen får utgöras av lån med rörlig ränta.<sup>96</sup>

### 3.3.14 WALLENSTAM

Wallenstam är ett relativt stort fastighetsbolag som återfinns på Stockholmsbörsens MidCap-lista, med verksamhet framförallt i Stockholm, Göteborg, och Helsingborg. Samtliga förvaltningsfastigheter värderades internt under 2006 till verkligt värde. Detta värde fastställdes av styrelsen för att sedan vidare granskas av företagens revisorer i samband med årsbokslutet. Wallenstam motiverar att de värderar fastigheterna internt genom att företaget handlar aktivt med fastigheter och besitter stora kunskaper internt, varför de interna värderingarna utförs professionellt och sedan, som tidigare nämnts, granskas av företagens revisorer.<sup>97</sup>

De framhåller dock att verkligt värde inte kan erhållas till fullo innan en försäljning av fastigheten verkligen sker, så värdet blir alltid en bedömningsfråga. Fastigheternas verkliga värde justeras även löpande vid varje kvartalsbokslut, där speciella händelser beaktas.<sup>98</sup>

För att bestämma det verkliga värdet utgår företaget dels från en avkastningsbaserad modell där framtida värden diskonteras till värdetidpunkten och varje enskild fastighets driftsnetto divideras med avkastningskravet för den aktuella fastigheten. Avkastningskraven varierar beroende på olika typer av fastigheter i olika geografiska och demografiska lägen. Vissa fastigheter (ca: 30 %) värderas genom vad företaget kallar en "Brf-värdering", vilket innebär att fastigheterna värderas individuellt utifrån de olika förutsättningar som finns vad gäller standard och läge på fastigheten. Detta gäller endast bostadsfastigheterna. Värdet på fastigheten ställs sedan mot statistik från de senaste försäljningarna av jämförbara objekt.<sup>99</sup>

---

<sup>95</sup> Ljungberg 2006

<sup>96</sup> Ibid.

<sup>97</sup> Wallenstam 2006

<sup>98</sup> Ibid.

<sup>99</sup> Ibid.

## WALLENSTAMS VÄRDERINGSMODELL:

+	Hyresvärde 2007
-	Generell vakans om tre procent i det kommersiella beståndet
-	Driftkostnader inklusive fastighetsskatt, exklusive administration för 2007
<hr/>	
=	<b>Driftnetto</b>
÷	Avkastningskravet för fastigheten
<hr/>	
=	<b>Fastighetens avkastningsvärde brutto</b>
-	Två årshyror för outhyrda ytor
-	Planerade investeringar samt större reparationer
+/-	Nuvärdet av tillfälliga tillägg/avdrag
+	Nuvärdet av räntebidrag
+	Lägestillägg
<hr/>	
=	<b>Fastighetens bedömda marknadsvärde</b>

För 2006 uppgick förvaltningsfastigheternas värde till 18 930 MSEK. De stora värdena har sin förklaring främst på grund av den stora efterfrågan på bostadsfastigheter som har påverkat värdet på fastigheterna positivt. Men även har förbättrade marknadslägen, sänkta avkastningskrav samt en sjunkande vakansgrad hos företagets kommersiella fastigheter påverkat fastighetsbeståndets värde.

En förändring i avkastningskraven med 1 % enhet skulle medföra att värdet på fastighetsbeståndet blev i bästa fall 24 252 MSEK och om avkastningskravet gick ned 15 775 MSEK. Vidare skulle en förändring i fastigheternas värde med ÷ 0,25 % få en effekt på resultatet om ± 1100 MSEK.<sup>100</sup>

### 3.3.15 CATENA FASTIGHETER

Catena är ett mindre fastighetsbolag noterat på stockholmsbörsens SmallCap-lista, med fastigheter framförallt i storstadsregionerna i Sverige, men även fastigheter i övriga Norden.<sup>101</sup>

Under 2006 externvärderades samtliga fastigheter, både i Sverige och utomlands till verkligt värde i enlighet med IAS 40. Catenas största hyresgäst, Bilia står för 93 % hyresintäkterna och den genomsnittliga kontraktstiden för Bilia är 11 år.

Värderingen grundar sig i material utlämnat från Catena till den externa värderaren, som sedan kompletterat dessa med orsprismaterial och information ur detaljplaner. Under 2005 besiktigades en övervägande del av fastigheterna i samband med börsintroduktion. Värderingen genomfördes genom en kassaflödesanalys som diskonterades med en bedömd kalkylränta till värdetidpunkten samt restvärde. I normala fall används en kalkylperiod på 10 år, där det inte finns ett hyreskontrakt som löper på längre tid. I sådana fall var kalkylperioden 15 år alternativt 20 år. Hyreskontrakten med Bilia har av de externa värderarna bedömts vara tecknade till en nivå motsvarande marknadshyran. Skulle hyreskontrakten med Bilia komma att ändras, justeras detta genom ett ändrat avkastningskrav.<sup>102</sup>

---

<sup>100</sup> Wallenstam 2006

<sup>101</sup> Catena 2006

<sup>102</sup> Ibid.

Andra antaganden:

- ✓ Underhålls- och driftskostnader utvecklas i samma takt som inflationen. Vid vakanser har kostnaderna tillfälligt hållits lägre.
- ✓ Vakanser har bedömts utifrån ett beståndsperspektiv, vilket medför större vakansspridning.
- ✓ Kalkylräntan varierar beroende på fastighet (risk).

Det totala verkliga värdet på Catenas förvaltningsfastigheter i Sverige uppgick 2006 till 1 907 MSEK.

De viktigaste faktorerna som påverkar Catena och värdet på företagets fastigheter är ränteläget, inflationsförväntningar, samt den allmänna konjunkturen. Vidare är andra viktiga faktorer hur väl företaget lyckas utveckla sitt fastighetsbestånd, samt hur avtal och kundsammansättningen ser ut. På längre sikt är dock utbudet och efterfrågan på kommersiella lokaler den viktigaste faktorn att ta hänsyn till. Efterfrågan i sin tur är i stor grad beroende på en ors specifika demografi.<sup>103</sup>

Nästan 100 % av Catenas hyreskontrakt är föremål för en årlig justering, som i huvudsak regleras genom en anpassning till konsumentprisindex. Genom detta begränsar företaget risken för oförutsedda hyresförluster, och rustar sig på detta sätt inför fluktuationer på fastighets- och hyresmarknaden. Det är även avtalat att hyresgästerna bär en stor del av ansvaret för drifts- och underhållskostnaderna, vilket även detta begränsar företags risk för oförutsedda kostnader avsevärt. En förändring om 1 % av fastighetskostnaderna skulle endast påverka resultaten med 1 MSEK. Räntan under samma förhållanden skulle påverka resultatet med 6,6 MSEK.<sup>104</sup>

---

<sup>103</sup> Catena 2006

<sup>104</sup> Catena 2006

Företag	Årets resultat f skatt, MSEK	Orealiserade Värdeförändringar, MSEK	Värdeförändringar ÷ Årets resultat
Balder	440,8	212	48 %
Diös	232,9	167,3	71,8 %
Brinova	346	175,7	50,7 %
Castellum	1674	1062	63,4 %
Fabege	2266	911	40 %
Fastpartner	315	211,1	67 %
Heba	355,2	298,5	84 %
Homeproperties	312,2	122,2	39,1 %
Hufvudstaden	3 423,4	2 647,5	77,3 %
Kungsleden	3 573,8	1 844,5	51,6 %
Klövern	630,7	216,9	34,4 %
Ljungberg Gruppen	1 556,8	1 880,9	120,8 %
Wallenstam	2007	1505	74,9 %
Wihlborgs	850	629	74 %
Catena	255	241,8	94,8 %

Diagram 2.



### 3.5 INTERVJUSAMMANSTÄLLNING

*Då flera av respondenterna uttryckte önskemål om att få vara anonyma, valdes att behålla samtliga respondenter anonyma. Dock har vår handledare tagit del av fullständiga respondentlistor.*

---

Frågan huruvida fastighetsbolagen ska värdera sina förvaltningsfastigheter internt eller externt är dels en kostnadsfråga. I många fall är även detta ett krav från företagets revisorer, som vill försäkra sig om att den värdering som är gjord är inom rimliga gränser, och att avvikelserna inte faller utanför de ramar revisorerna har gällande väsentliga belopp. Dock är det företagen själva som är mest kunniga vad gäller just sina specifika fastigheter och marknader varför en kombination av intern och extern värdering är den bästa lösningen i många fall.<sup>105</sup> Företagen räknar på fastigheter samt gör affärer varje år för stora belopp vilket ger dem god insikt om marknaden och dess fastigheter.<sup>106</sup>

Vissa bolag menar dock att förtroendet på marknaden är vad som i huvudsak styr valet av värderings metod, vad gäller internvärdering kontra externvärdering. En annan viktig aspekt är de förväntningar som ställs på bolaget från marknaden. En externvärdering tenderar att ha en högre grad av trovärdighet, även om företagen använder sig av samma modeller och antaganden internt.<sup>107</sup>

Externvärderingen blir även ett instrument att kontrollera de interna modellerna, för att på så sätt höja förtroendet för internvärderingen på marknaden.<sup>108</sup>

Trots allt är det i en externvärdering en utomstående part som ska lämna en bedömning av de parametrar som leder till det verkliga värdet på fastigheten. Detta gäller bland annat långsiktig hyresnivå, företagets vakansgrad, vilka direktavkastningskrav som finns, fastighetsbeståndets skick, den allmänna inflationstakten och så vidare. Det kan då vara relativt svårare för en utomstående att uppskatta vissa av dessa parametrar, än om företaget, som har all information, bedömer dessa internt.<sup>109</sup>

Att företagen värderar hela sitt fastighetsbestånd ger, förutom ett eventuellt ökat förtroende på marknaden, inga andra fördelar. Företagets ledning och styrelse kan inte tilldelas någon typ av ansvarsfrihet från fastighetsvärderingen, utan är ytterst ansvariga oavsett vem som genomfört beräkningarna. Utan den nackdel som kommer av att endast tillämpa internvärdering i form av förlorat förtroende, är det som får många företag att lättare fatta beslut om extern värderingshjälp.<sup>110</sup>

---

<sup>105</sup> Ernst & Young

<sup>106</sup> Castellum

<sup>107</sup> Brinova

<sup>108</sup> Castellum

<sup>109</sup> Brinova

<sup>110</sup> Castellum

I IAS 40 står det beskrivet att värderingen ska grundas i antaganden om oberoende köpare och säljare på en öppen marknad osv. Vilket i realiteten leder till en typ av ortsprismetod med diskonterade kassaflöden i kombination.

De antaganden som görs utifrån framtida hyresintäkter, vakansgrad, diskonteringsränta, risk. Dessa är i många fall rimliga och används i rimliga modeller. Frågan är bara till vilken grad företagen verkligen vågar använda den information som framkommit. Det vill säga om företagen använder sig av ett av dessa antaganden, måste samtliga tillämpas för att få en korrekt helhetsbedömning. Bortser företagen till exempel från den stigande inflationen, kan det ge stora utslag på årets resultat i form av värdeförändringar.<sup>111</sup>

Det blir således extra viktigt att i en högkonjunktur inte trissa upp priserna för mycket, utan ta lärdom av tidigare fastighetskriser och föra en dialog om avkastningskraven även då företagen går bra.<sup>112</sup>

En fördel med reglerna kring värdering till verkligt värde är dock de krav som ställs på upplysningar i årsredovisningen, vilket medför en stor transparens. Har något företag gjort antaganden som kan uppfattas som orimliga står det att läsa i de upplysningar som företagen måste lämna i och med verkligt värde värdering.<sup>113</sup>

Att redovisningen således kan bli vilseledande är tveksamt då frågan om vem redovisningen är avsedd för. Årsredovisningarna riktar sig främst till investerare och i branschen insatta, varför värdeförändringar i fastigheter är en post läsaren i de flesta fall bör vara uppmärksam på och veta hur värdena fastställs.

Redovisningen går mer och mer mot verkliga värden i balansräkningen och resultaträkningen har hamnat på efterkälke, varför införandet av IAS 40 är bra.<sup>114</sup>

Vidare skiljer sig inte de interna och externa värderingsmetoderna nämnvärt åt. De bygger på samma modeller och antagandena är snarlika från år till år.<sup>115</sup> Valet av metod att komma fram till det verkliga värdet kan dock skilja sig något åt. Större värdeförändringar blir det bara då de olika parametrarna utifrån vilka modellerna bygger på ändras. Såsom exempelvis vakansgrad, långsiktig hyresnivå eller avkastningskrav.<sup>116</sup> Revisorerna gör stickprov för att se huruvida någon parameter är orimlig, och ser sedan till hur mycket det i så fall påverkar resultat eller värdeförändring. Allt under parollen väsentliga belopp.<sup>117</sup>

Det verkliga värdet kan för en utomstående verka uppblåst då mycket stora delar av fastighetsbolagens årsresultat består av "värdeförändringar i fastigheter". Dock överstiger ofta köpesummorna det redovisade verkliga värdet, vilket tyder på att de svenska företagen är relativt försiktiga i sin redovisning av verkliga värden. Detta ställer även frågan om hur relevanta dessa verkliga värden egentligen är. Klart är dock att de verkliga värdena är mer relevanta än historisk anskaffningskostnad som egentligen inte säger någonting om värdet på fastigheten. Det verkliga värdet ger alla fall en fingervisning om hur det ligger till.<sup>118</sup>

---

<sup>111</sup> Ernst & Young

<sup>112</sup> Wihlborgs

<sup>113</sup> Ernst & Young

<sup>114</sup> Ibid.

<sup>115</sup> Ibid

<sup>116</sup> Brinova

<sup>117</sup> Ernst & Young

<sup>118</sup> Ibid.

Trots att den externa värderingen ofta visar på ett högre värde är det inte några väsentliga belopp att tala om. Det finns endast ett verkligt värde som är mycket svårt att fastställa genom uträkningar. Det kan endast erhållas genom en försäljning.<sup>119</sup>

I realiteten så bygger ändå IAS 40 upp värdena på fastigheter, då Ernst & Young har svårt att se att företag kommer att skriva ner värdena på sitt fastighetsbestånd vid första tecken på en nedgång på marknaden. IAS 40 bygger på långsiktiga verkliga värden och nedskrivning blir då inte aktuellt om inte nedgången blir varaktig. I en lågkonjunktur kommer dock verkligt värde värderingen av fastigheterna leda till att det egna kapitalet kommer att sjunka och balansräkningen påverkas. Företagen kan inte alltid påverka detta, utan det är andra faktorer på fastighetsmarknaden som styr fluktuationerna.<sup>120</sup>

I en avmattning på fastighetsmarknaden blir det framförallt viktigt med högre soliditet för att stå bättre rustade. Vidare får låneavtalen och längden på vilken räntan är bunden stor betydelse för bolag som verkar i en bransch på nedåtgående.<sup>121</sup>

Vidare att det kommer skifta från företag till företag hur en konjunktturnedgång kommer att hanteras. Efter flera år av stigande värden kan företagen vara mer benägna och beredda på att ta en nedgång i efterfrågan och därmed sjunkande fastighetsvärden. De som är verksamma i fastighetsbranschen vet att det är en konjunkturskänslig bransch och de flesta svenska företag ser långsiktigt på sin verksamhet.

---

<sup>119</sup> Castellum

<sup>120</sup> Wihlborgs

<sup>121</sup> Brinova

### 3.5.1 HOMEPROPERTIES

Homeproperties använder sig som princip interna värderingar för sina förvaltningsfastigheter för att fastställa det verkliga värdet. Dessa säkerställs sedan med extern hjälp. Då de är ett mycket nischat fastighetsbolag besitter de specifika kunskaper om just sin bransch och marknad. Då relativt få transaktioner genomförs varje år i branschen är jämförelsematerialet vad gäller avkastningsnivåer begränsat. Givetvis tar dock företaget del av den statistik som finns gällande både sin egen bransch och fastighetsmarknaden som helhet.

En viktig aspekt för bolagets verksamhet blir således inte bara fastighetstransaktioner i omvärlden, utan även utvecklingen på hotellmarknaden, exempelvis genom ny kapacitet som kan komma att påverka konkurrensen, och därmed omsättningen.

Företaget använder sig i stor utsträckning av omsättningsbaserade hyresavtal, vilket i sin tur medför att intäkterna direkt påverkas av konjunkturen bland annat. Ett externt värderingsföretag, som tas till hjälp för att tillgodose marknadens trovärdighetskrav, har en mer generell kunskap om olika branscher och marknader. De har därmed inte samma tillgång till information, rörande just hotellbranschen i det dagliga arbetet. Information om kommande förändringar och nyetableringar får däremot Homeproperties dagligen.

Rent värderings- och systemmässigt skiljer sig dock inte metodiken åt i övrigt. Det internvärderingssystem som används vid fastighetsvärdering är framtaget med hjälp av ett externt värderingsföretag för att på så sätt förvissa sig om att modellerna som används bygger på rimliga antaganden, och slutligen rimliga värden på fastigheterna. Någon skillnad mellan en intern- och externvärdering bör därmed inte vara aktuell. Dock är en viktig parameter vilka avkastningsnivåer värderingen utgår ifrån. Det finns en teoretisk möjlighet vid interna värderingar att justera dessa avkastningsnivåer för att på så sätt påvisa bättre värden, och därmed bättre resultat. Detta är en av de starkaste orsakerna till att Homeproperties väljer att säkerställa sina värderingar med hjälp av externa konsulter med jämna mellanrum. Det blir helt enkelt en trovärdighetsfråga.

Företagets planer inför en avmattning på fastighetsmarknaden behandlas genom de omsättningsbaserade hyrorna. Detta medför att både företaget och hyrestagaren har samma incitament att ha ett så bra hotell som möjligt. Vidare ligger detta till grund för de beslut företaget fattar kring åtgärder i fastigheterna. Ett välskött hotell i en välskött fastighet kan bättre bibehålla prisnivåer under en lågkonjunktur och i vissa fall kan, med rätt insatser, till och med omsättningen för hotellen öka, och därmed hyresintäkterna. Historiskt sett har en allmän konjunkturedgång endast påverkat företagets resultat marginellt. Företaget kan även välja att skjuta en del underhållsåtgärder på framtiden, och därmed minska effekterna av en fastighetsbransch på nedåtgående.

Vidare menar Homeproperties att med de, i regel, mycket långa hyreskontrakten hamnar företaget sällan eller aldrig i situationer där hyresgäster lämnar fastigheten och omfattande ombyggnader måste göras för att tillgodose ett nyttillträde. Detta skulle få stora konsekvenser för företagets resultat, om fastighetsbranschen befinner sig i en lågkonjunktur och stora investeringar måste göras för att säkerställa företagets fortlevnad. På grund den nischade marknaden kan en ny hyresgäst i princip flytta in dagen efter en annan hyresgäst lämnat.

Avslutningsvis menar Homeproperties att företaget endast skulle påverkas marginellt av en fastighetskris, möjligen i positiv bemärkelse genom att avkastningskraven ökar, vilket möjliggör lönsammare förvärv.<sup>122</sup>

---

<sup>122</sup> Intervju med Homeproperties

## 4. ANALYS OCH DISKUSSION

Vad som framkommit framförallt under arbetets gång är att värderingen till verkligtvärde enligt IAS 40 i många fall domineras utifrån ett kostnadsperspektiv. Av den information vi tagit del av, både i form av årsredovisningar och genom intervjuer tyder på att kostnaden för att externvärdera är för hög för många företag.

I många fall är dock en externvärdering ett krav från företagets revisorer och från marknaden som sådan. Revisorerna vill försäkra sig om att de värden som framkommit genom den interna värderingen faller inom de ramar som finns vad gäller väsentliga belopp, som revisorerna arbetar utifrån.

Trots dessa krav som påtvingas företagen är det i stor utsträckning de som besitter den riktiga kunskapen om just deras specifika marknadssegment. Visst kan analyser från utomstående inbringa nya perspektiv på marknaden, och i många fall kan det vara lättare att se helheten som en extern part. Å andra sidan bygger de externa värderingsfirmorna arbetar med på information från företagen själva, som i sin tur leder fram till de antaganden som värderingen grundas på. Dock kan det vara lättare som extern part att bedöma huruvida de prognostiserade kassaflödena faller inom rimliga gränser, då värderingsföretagen ofta besitter en mer generell kunskap om hela fastighetsmarknaden, och kan snabbare uppfatta förändringar som rör branschen som helhet.

Således blir även trovärdigheten en viktig faktor för fastighetsbolagen att beakta vid värdering till verkligt värde. Trots att, som tidigare nämnts, modellerna bygger på den information som företagen själva bistår de externa värderarna med tycks marknaden inte se igenom detta och kräver i många fall att en externvärderare fastställer de värden som internt framräknats hos de olika företagen.

Vidare är det dock relativt lättare och incitamenten fler och större att påverka de parametrar som ingår i värderingsmodellerna om det sker internt. En externvärderarfirma har inte lika stora incitament till att exempelvis skruva på avkastningskrav eller inflationstakt för att på så sätt trissa upp värdena på fastighetsbeståndet som ska värderas. Vad vi kunna läsa oss till utifrån de årsredovisningar vi tagit del av, är att mycket små förändringar om 1 % enhet eller till och med 0,5 % enheter i de olika parametrarna får oerhört stora konsekvenser för fastighetsbolagens årsresultat.

Med detta sagt vill vi dock ändå framhålla att de interna värderingarna tenderar att understiga de externa värderingarna samt de verkliga försäljningspriserna. Detta kan även ses som ett tecken på att redovisningen faktiskt påverkas, beroende på vilken metod som tillämpas, och om värderingen sker internt eller externt. Även om de avvikelserna kan ses som små i förhållande till ett fastighetsbestånds totala värde.

Klart är dock att den verkliga värdes beräkningen alltid blir en bedömningsfråga, vilket styrkts både av företagen själva, intervju med revisor. Således finns inga "riktigt" verkliga värden, innan de realiseras vid en försäljning, vilket även framkommit i de intervjuer vi genomfört där företagsledare delar detta synsätt. Det vi har sett är dock att försäljningspriserna ofta överstiger det bedömda verkliga värdet.

Genom att samtliga företag väljer att värdera sina fastighetsbestånd till verkligt värde, blir resultaten för alla dessa noterade bolag avsevärt mycket mer volatila. Detta då årets resultat i många fall består till den stora majoriteten av "värdeförändringar i fastighetsbeståndet", och därmed flera gånger större än vid värdering till historisk anskaffningskostnad. Vid värdering enligt det senare blir således förändringarna i resultatet mer rättvisande för hur företagets faktiska verksamhet gått under året.

Vad som kvarstår är ändå frågan vilket som ter sig mest relevant? Värdering till anskaffningskostnad eller värdering till verkligt värde. Vi har genom arbetes gång pendlat mellan stor skepsis och en stor övertro till det verkliga värdet. Klart är nu att en värdering till verkligt värde medför en relevans till redovisningen som inte går att motsäga. Trots att de verkliga värdena inte blir helt exakta, ger de ändå en kraftig fingervisning om var företaget står och värdet på dess tillgångar. Värdering till anskaffningskostnad däremot säger ingenting om värdet på företagets tillgångar. Ta som exempel en fastighet på attraktiva Strandvägen i Stockholm som förvärvats under det tidiga 1900-talet och är värderad till anskaffningsvärde. Detta skulle motsätta sig både relevans, jämförbarhet och rättvisande bildprinciperna.

Detta synsätt delar även IASB som förespråkar en värdering till verkligt värde, även om valet ännu så länge är fritt enligt IAS 40. Motivationen går att finna i att det verkliga värdet ofta ligger mycket närmare det ekonomiskt riktiga värdet, framförallt när det gäller äldre fastigheter i storstadsregionerna.

Diskussioner har även förts om huruvida redovisningen blir mer vilseledande vid verkliga värden. Detta har sin grund i att resultaten för fastighetsbolagen blir till synes väldigt mycket större än vad verksamheten faktiskt producerar. Det är dock tveksamt, eftersom redovisningen riktar sig mer mot läsare branschen som är mer kunniga och insatta än genomsnittssvensken. Men redovisningen går ändå mer mot att läsaren ska vara mer insatt och ha större kunskaper inom de områden företaget verkar och redovisningsstandarder de tillämpar. Trots att läsaren kan vara relativt insatt i vilka antaganden som görs, vilka modeller som används, och hur företagen kommit fram till de parametrar som ska användas, kan det vara nog så svårt att reda ut begreppen. Vidare kan det vara svårt att verkligen se igenom de begrepp företagen använder sig av och se de bakomliggande orsakerna.

Detta gör det mycket svårt för alla småsparare att tyda redovisningen vilket kan få konsekvenser för hur många som väljer att placera sina pengar i aktier.

Å andra sidan ställs stora krav på företagen vad gäller upplysningar om antaganden och bedömningar, vilket i sin tur gör redovisningen mer transparent för den som är uppmärksam.

Positivt är att jämförbarheten mellan företagen ökar, då många använder sig av liknande modeller och samtliga börsnoterade fastighetsbolag valt att värdera sina fastighetsbestånd till verkligt värde.

I teorin finns det bara ett verkligt värde, oavsett vilken modell som används bör således resultatet bli det samma för alla företag, vilket i sin tur medför att jämförbarheten blir mycket god. Även om verkligheten är mycket mer komplex än teorin, lämnar det verkliga värdet ett intervall, inom vilket det verkliga värdet bör återfinnas i samtliga fall. Detta resonemang medför även att jämförbarheten såväl inom företagen som mellan företag blir avsevärt mycket mer överskådlig och relevant över tid.

Intressant blir att följa hur de svenska fastighetsbolagen kommer att agera i en lågkonjunktur. Kommer värdena på fastigheterna att skrivas ned eller kommer företagen att agera avvaktande och istället försöka se till vilka alternativ som finns för att slippa uppvisa negativa resultat vid en vikande marknad? Det svaret kan endast tiden utvisa, men vi anser det vara tveksamt.

Företagen visar ett visst mått av försiktighet, som vi tidigare berört, då de interna värderingarna ofta understiger verkliga försäljningspriser och externa värderingar. Om än bara marginellt i sammanhanget. Mer troligt än försiktighetsaspekten är då istället att företagen, som verkar i den volatila fastighetsbranschen, vet att det kan förekomma kraftiga fluktuationer och är mer benägna att hantera minskade resultat i en lågkonjunktur efter flera år av stark och kraftig tillväxt.

Möjligheten att fastighetsbolagen kommer att revidera de tidigare gjorda antagandena i värderingsmodellerna, för att på så sätt trimma resultatet i sämre tider. Detta kan även få effekter i högkonjunktur då förhållandet kan vara det motsatta, det vill säga att extra slack tas upp i modellerna för att på så sätt ha större marginaler då marknaden en dag börjar stagnera. Vad vi kommit fram till genom denna studie är nämligen att, det praktiskt taget inte är någonting som skiljer mellan den intern- och externvärdering förutom vilka antaganden som gjorts. Informationen om hyrestagare, avkastning från fastigheterna och så vidare tillhandahåller ju företagen till de externa värderarna som vi tidigare nämnt.

Svårare blir att dra några slutsatser kring hur införandet av IAS 40 har kommit att påverka fastighetsföretagens aktiekurs. Ända sedan 2005 då standarden infördes och fastighetsbolagen började använda sig av verkliga värden i sin årliga redovisning, har den svenska ekonomin präglats av stark tillväxt, och så även Stockholmsbörsen.

Det är även här bara tiden som kan utvisa vilka effekter den nya redovisningen får på företagens aktiekurser.

Sammanfattningsvis är vad som styr upprättandet av redovisningen vad gäller intern- eller externvärdering, främst kostnaden. Detta styrks även av den intervju som genomfördes med en revisor, där det framgick att kostnaden är betydande. Vad denna kostnad i realiteten uppgår till är dock svårt att uttala sig om då företagen i mycket stor utsträckning vill hålla detta inom företaget. Samtidigt som vi genom arbetet som gjorts och de intervjuer vi genomfört förstått att företagen ändå använder sig i stor utsträckning av externa värderingsföretag, dels för att kontrollera sina egna värderingar, och dels för att behålla förtroendet från marknaden.



Således leder detta till en intern schism mellan kostnad å ena sidan, och förtroende å andra sidan. Frågan som vi ställer oss, och säkerligen många företagare med oss blir:

*Står kostnaden och förtroendet i direkt relation och proportion till varandra, eller kostar en externvärdering mer än det smakar?*

Redovisningen går ju mer mot att läsaren är en insatt, kunnig person. Med god kännedom om branschen och de specifika förhållanden som finns där just det enskilda företaget verkar. Om då inte förtroendet för värderingen ökar proportionellt med den kostnad det medför, kommer trenden att gå mer mot interna värderingar. Vidare blir nästa frågeställning av ännu mer spekulativ art:

*Vad händer då företagen slutar kontrollera de interna värderingarna med externa värderingsföretag. Får vi se högre värden på fastighetsbestånden, eller kommer företagen fortsatt ha en viss tendens till försiktighet?*

## 5. SLUTSATSER

### 5.1 SLUTSATSER

Vad vi främst kommit fram till vad beträffar intern värdering kontra extern, är att skillnaden mellan de båda inte är betydande. De modeller som används bygger på näst intill lika antaganden, och ser ofta lika ut internt som externt. Många företag väljer även i samband med en externvärdering att samtidigt se över företagets värderingsmodell.

Vad som i stor grad påverkar värderingen är istället den kostnad som en extern värdering medför, och de förväntningar och krav som ställs på företaget från marknaden. Företagen själva anser sig kunna värdera sitt eget fastighetsbestånd bra, och om inte bättre än de externa värderingsfirmorna, men väljer ändå att till viss del, eller till fullo externvärdera fastigheterna i hopp om bättre trovärdighet på marknaden.

Vidare har studien visat att det finns tecken på en försiktighet hos företagen vid fastighetsvärdering till verkligt värde internt. Även om denna skillnad i många fall är liten i förhållande till det totala värdet på ett helt fastighetsbestånd. Det kan dock vara viktigt att se, då mycket små förändringar i de antaganden som används i värderingsmodellerna kan få mycket stora utslag på resultatet.

Värderingen till verkligt värde har även fått andra effekter på redovisningen. Trots att det finns långtgående krav på vilka upplysningar företagen skall lämna, blir redovisningen mer svårläst vid en verkligt värde värdering. Det kan vara väl så svårt även för en insatt att tyda de modeller som används och hur företaget resonerat när de kommit fram till avkastningskrav, diskonteringsräntor och framtida kassaflöden. Det vi anser är dock att redovisningen blivit avsevärt mycket mer relevant, samt att jämförbarheten mellan de noterade fastighetsföretagen blivit bättre.

Slutligen är det svårt att bedöma IAS 40 fullt ut innan standarden fått genomgå en lågkonjunktur och därmed fått visa lite mer hur välutvecklad den är. Det skall bli intressant att se hur företagen hanterar värderingen då marknaden börjar svikta. Vi kan endast spekulera kring vad som händer, och om företagen även i fortsättningen kommer att använda sig i lika stor utsträckning av externa värderingar.

### 5.2 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING

Sedan införandet av IAS 40 har det inte varit någon riktig lågkonjunktur, utan företagets värden på förvaltningsfastigheterna har bara stigit. Vårt område skulle vara intressant att forska mer i vid eller efter en eventuell konjunkturedgång. Kommer företagets inställning till intern eller extern värderingsmetod ändras vid en försämrad ekonomi? Innebär en lågkonjunktur att marknads förtroende måste stärkas eller försvinner den externa värderingen helt av kostnadsskäl? Vi har i vår uppsats nämnt att en liten justering av företagets antaganden i deras interna värdering ger stora utslag på de framtagna värdena, en intressant framtida fråga kan vara om företagen ändrar sina framräkningsmodeller eller skruvar lite på antagandena för att undvika en kraftig nedgång av värdena på deras förvaltningsfastigheter.

# LITTERATURFÖRTECKNING

## ARTIKTLAR OCH RAPPORTER

Pramhäll, C & Wikerfelt, S

Nya redovisningsregler nästa år – vad gäller och varför, Balans nr 12, 2004

Larsson, H

Fastighetsvärdering - grundläggande teori, Lantmäteriverket, 2002:10

## INTERNET

Nyberg, L

Utvecklingen på fastighetsmarknaden, Riksbanken, 2007

[www.riksbank.se/templates/page.aspx?id=24892](http://www.riksbank.se/templates/page.aspx?id=24892) 2007-12-11

[www.lindebergs.se/Publikationer/Rapporter/](http://www.lindebergs.se/Publikationer/Rapporter/) 2007-12-13

[www.lindebergs.se/Filbibliotek/  
Publikationer/Fastighetsrapporten\\_2007.pdf](http://www.lindebergs.se/Filbibliotek/Publikationer/Fastighetsrapporten_2007.pdf) 2007-12-13

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) 2007-12-11

[www.iasb.org](http://www.iasb.org) 2007-11-20

[www.kpmg.se](http://www.kpmg.se) 2007-11-27

[www.ey.se](http://www.ey.se) 2007-12-02

[www.pwc.se](http://www.pwc.se) 2007-11-25

[www.deloitte.se](http://www.deloitte.se) 2007-11-22

## REDOVISNINGSTANDARDER

RR 24 – Redovisningsrådet, om förvaltningsfastigheter

IAS 40 – Förvaltningsfastigheter

IAS 16 – Materiella anläggningstillgångar

## ÅRSREDOVISNINGAR

Fastighets AB Balder årsredovisning, 2006  
Diös Fastigheter AB årsredovisning, 2006  
Brinova årsredovisning, 2006  
Castellum AB årsredovisning, 2006  
Fabege årsredovisning, 2006  
Fastpartner AB årsredovisning, 2006  
Heba Fastighets AB årsredovisning, 2006  
Homeproperties årsredovisning, 2006  
Hufvudstaden årsredovisning, 2006  
Klövern årsredovisning, 2006  
Kungsleden årsredovisning, 2006  
AtriumLjungberg årsredovisning, 2006  
Wallenstam årsredovisning, 2006  
Whilborg årsredovisning, 2006  
CatenaFastigheter årsredovisning, 2006

## LITTERATUR

Westmark, C  
Bokföringslagen, revisionslagen, revisorslagen, 2:a upplagan, Nordstedts juridik, 2005

IASB:s föreställningsram

Westmark, C  
EU's redovisningsstandard – En introduktion till IAS/IFRS, Nordstedts juridik, 2005

Anderssen, I  
Den uppenbara verkligheten: val av samhällsvetenskaplig metod, Studentlitteratur, 1998

## INTERVJUER

*Då flera företag uttryckt en önskan om att få vara anonyma, har vi beslutat att behålla samtliga personer vi intervjuat anonyma. Vår handledare har dock tagit del av den fullständiga förteckningen över respondenter.*

Homeproperties

Castellum

Brinova

Whilborgs

Ernest & Young