

Handelshögskolan i Stockholm

Examensuppsats inom redovisning och finansiell styrning

Vårterminen 2012

Problem vid fastställandet av verkligt värde

Tillvägagångssätt och tillförlitlighet i fastighetsvärdering

Christian Johansson 21901, Gustaf Wallenberg 21969

Abstract

This thesis aims to examine problems that occur when determining the fair value of investment properties. It also takes into consideration the reliability and relevance of the reported fair values on behalf of the key stakeholders. The study has been conducted by interviewing representatives at real estate and external valuation companies. The study shows that there is a need for assessments in the valuation process and that real estate companies have room for their own interpretations. The conclusion is that determining fair value is an estimate, not a fact. However, fair value reports are still in the interest of the stakeholders. But the reliability can be questioned because of the ambiguity in the companies' way to interpret the variables used in the valuation model.

Handledare: Walter Schuster

Framläggning: 31 maj 2012, kl. 13.15 – 16.00

Key words: IAS 40, Investment properties, Fair Value, Reliability, Relevance

Förord

Vi vill börja med att tacka vår handledare Walter Schuster, som med sin stora kunskap på området givit oss värdefulla synpunkter och feedback under uppsatsens gång.

Vi vill också rikta ett stort tack till våra respondenter och deras respektive bolag som tagit sig tid att ställa upp på våra intervjuer.

Stockholm, maj 2012

Christian Johansson

Gustaf Wallenberg

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Definitioner.....	5
1.3 Problem.....	6
1.4 Syfte.....	7
1.5 Avgränsningar	8
2. Teoretisk referensram.....	9
2.1 IAS 40.....	9
2.2 Aktiepris	11
2.3 Kalkylränta	12
2.4 Diskontering	13
2.5 Prognos	13
2.6 Kassaflödesmetoder.....	14
2.7 Ortprismetod.....	14
2.8 Direktavkastnings-/ Nettokapitaliseringsmetoden – en normerad ortprismetod	15
2.9 Tidigare forskning	16
3. Metod	18
3.1 Val av metod.....	18
3.2 Datainsamling.....	18
3.2.1 Intervjuer.....	19
3.2.2 Artiklar och tryckta informationskällor	20
3.3 Kvalitet på insamlat material	20
4. Empiri.....	21
4.1 Intervjuer med externa värderare.....	21
4.1.1 Forum Fastighetsekonomi AB	21
4.1.2 DTZ.....	25
4.2 Intervjuer med fastighetsbolag	28
4.2.1 Hufvudstaden	28
4.2.2 SSF Real Estate/ BroGripen AB	31

4.2.3 Castellum	33
4.2.4 Fastighets AB Balder	34
5. Analys.....	36
5.1 Värderingsmetoder	36
5.2 Kreditgivare	37
5.3 Skatteeffekter och bolagisering	38
5.4 Kreativ redovisning	38
5.5 Skillnader i bedömning.....	39
5.6 Tillförlitlighet och relevans	40
5.7 Modellproblem	41
5.8 Konsekvenser av överpriser.....	41
6. Slutsats	43
6.2 Kritik.....	44
6.3 Fortsatt forskning.....	45
7. Källförteckning:	46

1. Inledning

Inledningen är ämnad att ge en introduktion i det valda uppsatsämnet samt att förklara vissa problem som uppkommer i samband med fastställandet av verkligt värde. Kapitlet innehåller även definitioner, problemställning, syfte och avslutas med avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Innan år 2005 var svensk redovisningsstandard gällande rapportering av förvaltningsfastigheters värde att de skulle vara redovisade enligt historiskt anskaffningsvärde. År 2005 ändrades reglerna i Sverige och man anammade de internationella reglerna fastställda av IASB (International Accounting Standards Board) för noterade företags koncernredovisning, samt för koncerner som frivilligt valt att redovisa enligt IFRS i sin koncernredovisning. Från och med år 2005 får nu fastighetsbolag redovisa sina tillgångar antingen till anskaffningsvärde eller till verkligt värde på balansräkningen. Idén bakom förändringen låg bland annat i ett önskemål om en större överensstämmelse i redovisningsmetoder länder emellan för att skapa en bättre jämförbarhet över nationsgränserna. Det ökade samarbetet och integrationen mellan de olika länderna i EU har varit betydelsefull för genomslagskraften i IASB:s regler.

Möjligheten att rapportera fastigheter till verkligt värde i balansräkningen har inneburit att många fastighetsbolag, särskilt stora sådana, har valt att redovisa i enlighet med denna metod. Innan reglerna om värdering till verkligt värde trädde i kraft 2005 fanns motsättningar hos fastighetsbolagen som menade att de nya reglerna skulle påverka resultatet kraftigt, då orealiserade värdeförändringar i fastighetsbeståndet tas med. Detta skulle i sin tur innebära betydligt högre volatilitet på både balansräkning och resultaträkning, något som inte var speciellt önskvärt då fastighetsbranschen normalt ses som en relativt säker och stabil bransch. Fastighetsbolag som har som affärsstrategi att förvärva och sedan behålla sitt fastighetsbestånd över långa tidshorisonter har inte heller samma intresse att redovisa till verkligt värde. Dessa företag vill gärna uppvisa jämna resultat över tid, något som är svårare med redovisning till verkligt värde.

Fördelar med reglerna är att informationen som fastighetsbolagen redovisar anses mer relevant för investerare om den är redovisad till marknadsvärde istället för anskaffningsvärde. Andra

fördelar kan vara att i bra ekonomiska tider när värdet på fastighetsbeståndet stiger gör även företagens resultat det samma. Negativa konsekvenser med reglerna är det faktum att fastighetsvärdering till verkligt värde är en subjektiv bedömning som innehåller osäkerhet. Till skillnad mot ett historiskt anskaffningsvärde som bygger på en faktisk transaktion är en marknadsvärdering en uppskattning som är omöjlig att få helt tillförlitlig.

1.2 Definitioner

IASB (International Accounting Standards Board) är den organisation som står bakom framtagandet av IFRS/IAS- reglementet.¹ För den här uppsatsen är det särskilt IAS 40 som är av största intresse, framförallt reglerna och paragraferna i IAS 40 som behandlar verkligt värde för förvaltningsfastigheter.²

En fastighet som innehas i syfte att generera hyresintäkter, värdestegring eller en kombination av dessa två klassificeras som en förvaltningsfastighet.³ Ett fastighetsbolag kan beskrivas som ett bolag där innehav och förvaltning av fastigheter utgör den primära verksamhetsbeskrivningen. I mitten av förra året publicerades en ny regel angående verkligt värde, IFRS 13, med syftet att komplettera de nuvarande reglerna. IFRS 13 har ännu inte trätt i kraft utan kommer göra det först i januari 2013. Ett av huvudsyftena är att öka harmoniseringen genom ett gemensamt sätt att mäta verkligt värde och därigenom kommunicera meningen med verkligt värde tydligare genom en bättre definition. En annan anledning var att öka jämförbarheten internationellt mellan de som använder sig av IFRS och de som använder den amerikanska motsvarigheten US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles).^{4, 5}

Nedan går vi igenom våra definitioner för olika typer av värden som används och diskuteras i den här uppsatsen. När man pratar om en fastighets värde är det ofta begreppet marknadsvärde som används. I redovisningssammanhang används också begreppet verkligt värde, ett uttryck som härstammar från engelskans "fair value". I stora delar av den litteratur som berör ämnet

¹ IFRS Foundation, "About the IFRS Foundation and the IASB"

² IAS 40 punkt 1

³ IAS 40 punkt 5

⁴ IFRS Foundation, "Fair Value Measurement"

⁵ IASB, "IFRS 13 Fair Value Measurement - Project Summary and Feedback Statement, may 2011"

fastigheter och fastighetsvärdering likställs ofta marknadsvärdet och verkligt värde, men i den här uppsatsen har vi valt att se marknadsvärde och verkligt värde som två skilda begrepp. Utöver dessa två finns även ett nyttjandevärde, vilket ofta är det värde som fastighetsbolagen grundar sina förvärv/försäljningar på.

Marknadsvärdet definieras som:

”Marknadsvärde är det pris som sannolikt skulle betalas/erhållas om fastigheten bjöds ut på en fri och öppen marknad med tillräcklig marknadsföringstid, utan partsrelationer och utan tvång”⁶

Verkligt värde definieras som:

”Verkligt värde är 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.”⁷

Nyttjandevärde för fastigheter definierar vi, efter tolkning av IAS 40 punkt 49, som:

Det förväntade nuvärdet av framtida betalningar som ett specifikt företag får av en specifik fastighet eller ett fastighetsbestånd. Det vill säga verkligt värde plus de särskilda företagsspecifika faktorerna såsom synergifördelar, skattefördelar och nytta av riskspridning.

1.3 Problem

IFRS/ IAS-reglerna är tydliga när det gäller tillvägagångssätt för fastighetsvärdering och hur verkligt värde ska fastställas. Trots det är fastighetsvärdering till verkligt inte någon exakt vetenskap utan det finns en hel del antaganden och uppskattningar inbyggda i verkligt värde.

Ofta kan det vara så att aktieanalytiker, externa värderare och interna värderare bedömer värdet på fastighetstillgångar på olika sätt. Om fastighetsvärdering innehåller bedömningar och osäkerhetsfaktorer som är svåra att beräkna kan man fråga sig om nuvarande standarder och värderingar av fastigheter är i bästa intresse för intressenterna, och då framförallt aktieägarna och aktieanalytikerna. Om tillförlitligheten kan ifrågasättas samtidigt som det kan vara kostsamt för fastighetsbolag att ta fram verkligt värde, i jämförelse med historiskt anskaffningsvärde,

⁶ Persson, E., ”18 Fastighetsvärdering” i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, s 351

⁷ IAS 40 punkt 5

uppkommer frågan om de nuvarande reglerna trots allt lämnar en del övrigt att önska?

Bolagen som är verksamma i fastighetsbranschen har dessutom ofta en skillnad mellan marknadsvärdet på aktierna i förhållande till den totala summan av marknadsvärdet på tillgångar minus skulderna. I dagsläget stämmer dessa poster relativt väl överens med varandra, men historiskt har bolagen handlats med en substanspremie såväl som med substansrabatt.⁸ Anledningen till dessa skillnader, vilka typer av bedömningar fastighetskalkyler innehåller, hur dessa görs, och vad konsekvenserna av detta blir, har varit av intresse för oss. Utöver de nyss nämnda problemen handlas dessutom fastigheter på en marknad som har många särdrag (presenteras mera utförligt senare i uppsatsen) i jämförelse med andra marknader, vilket också försvårar värderingsarbetet.

Dessutom förekommer det också skillnader mellan fastställt verkligt värde av en viss fastighet i företagens balansräkningar och slutgiltigt försäljningspris när fastigheten säljs.⁹ Det har visat sig att beroende på vem som är köpare kan köpeskillingen avvika markant från uppskattat verkligt värde.

Dessa problem har lett oss till två huvudsakliga forskningsfrågor som har formulerats enligt följande:

- *Vilka problem uppstår vid värdering till verkligt värde?*
- *Blir det redovisade värdet tillförlitligt för intressenterna?*

1.4 Syfte

Syftet med studien är att undersöka huruvida de nuvarande metoderna för att beräkna verkligt värde för förvaltningsfastigheter ger en tillförlitlig och rättvisande bild för intressenterna som ska använda sig av informationen. För att lyckas med detta har vi för avsikt att undersöka problemen som uppstår vid värdering till verkligt värde och i viss mån se vad som kan förbättras.

⁸ Malmqvist, P, "Accounting problems in equity valuations - Course 738", s 9

⁹ FastPartner AB, "Finansiell information", Video med Sven-Olof Johansson, VD FastPartner AB

1.5 Avgränsningar

I uppsatsen kommer vi att använda oss av information från intervjuer med representanter från svenska noterade och onoterade fastighetsbolag samt externa värderare. Vi har således inte gjort några intervjuer med de som upprättar reglerna för fastighetsvärdering, bara de som använder dem. Vi har valt att intressera oss mer för den praktiska än den teoretiska delen av värderingsarbetet och därför gjort denna avgränsning. För de personliga intervjuerna har vi inriktat oss på företag som har sitt huvudkontor eller regionkontor i Stockholmstrakten då det av logistiska skäl har underlättat vårt arbete.

2. Teoretisk referensram

Detta avsnitt går igenom IASB:s regelverk, samt olika metoder som kan användas vid värdering och de underbyggande antagandena.

2.1 IAS 40

Fastighetsbolag kan sedan 2005 välja att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde, i enlighet med IAS 40, i sin koncernbalansräkning. Förvaltningsfastigheter är fastigheter som innehas i syfte att generera hyresintäkter och/eller värdestegring, vilket ger upphov till kassaflöden som i stort sett är oberoende av andra tillgångar som ett företag äger.¹⁰ Att dessa fastigheter kan redovisas till verkligt värde innebär att man i koncernbalansräkningen ska redovisa det belopp som fastigheten kan tänkas säljas för på balansdagen i en transaktion mellan kunniga parter,¹¹ dessutom ska dessa parter vara oberoende av varandra och ha ett intresse av att transaktionen genomförs.^{12, 13} Med ”kunniga parter” menar man att båda parter är rimligt informerade om fastigheten, dess användningsområden och om marknadsvillkoren på balansdagen. Dessutom är köparen inte överdrivet angelägen eller villig att betala ett högre pris än det pris som skulle krävas på en marknad med kunniga, intresserade köpare och säljare.¹⁴ Analogt är en intresserad säljare inte heller överdrivet angelägen, men inte heller beredd att avvakta ett högre pris, som inte framstår som realistiskt under de aktuella marknadsförutsättningarna.¹⁵ När man säger att dessa kunniga parter dessutom ska vara oberoende menar man att de inte ska ha en intressegemenskap som påverkar priset och att de agerar utefter sina egna intressen.¹⁶ Det redovisade värdet får heller inte påverkas av särskilda villkor eller omständigheter såsom ovanlig finansiering.¹⁷

I andra uppsatser och i litteratur brukar man ofta likställa verkligt värde med marknadsvärde, vilket verkar rimligt med tanke på vad som har beskrivits ovan. Dessutom är det rimligt med tanke på att ”Det bästa uttrycket för ett verkligt värde erhålls från aktuella priser på en aktiv

¹⁰ IAS 40 punkt 7

¹¹ IAS 40 punkt 38

¹² IAS 40 punkt 5

¹³ IAS 40 punkt 36

¹⁴ IAS 40 punkt 42

¹⁵ IAS 40 punkt 43

¹⁶ IAS 40 punkt 44

¹⁷ IAS 40 punkt 36

marknad för likartade fastigheter, med samma läge och i samma skick, och som är föremål för likartade hyresavtal och andra avtal”.¹⁸ Då det kanske inte finns en aktiv marknad för en viss fastighet har IAS 40 fler regler för hur man ska behandla värderingar i dessa fall. Vid dessa fall kan man använda olika uppgifter inkluderat (a) aktuella priser på en aktiv marknad för ej likartade fastigheter, (b) senaste priser för liknande fastigheter och (c) nuvärdet av uppskattade kassaflöden som baseras på befintliga (hyres)avtal och beräknas med hjälp av en diskonteringsränta som återspeglar marknaden.¹⁹ Detta visar att verkligt värde inte behöver vara marknadsvärde och dessutom ska man, vid skillnad i bedömningarna enligt de olika uppgifterna, analysera orsakerna till skillnaderna och komma fram till det mest sannolika värdet.²⁰ Om intervallet av rimliga värden och svårigheterna att bedöma sannolikheten för de olika värdena är så stora att en uppgift om ett verkligt värde saknar mening²¹ bör man värdera fastigheten till anskaffningsvärde²². Detta förutsatt att fastigheten inte tidigare har redovisats till verkligt värde.²³ Baserat på ovanstående regler anser vi att verkligt värde inte bör likställas med marknadsvärdet.

En viktig punkt gällande verkligt värde är att det skiljer sig från nyttjandevärdet (värdet av fastigheten för det specifika företaget). I nyttjandevärdet tas företagsspecifika faktorer med i beräkningen som inte behöver gälla företag i allmänhet. Dessa företagsspecifika faktorer ska dock inte tas hänsyn till vid värdering till verkligt värde. Man ska alltså skilja på extern redovisning och ekonomisk styrning.

¹⁸ IAS 40 punkt 45

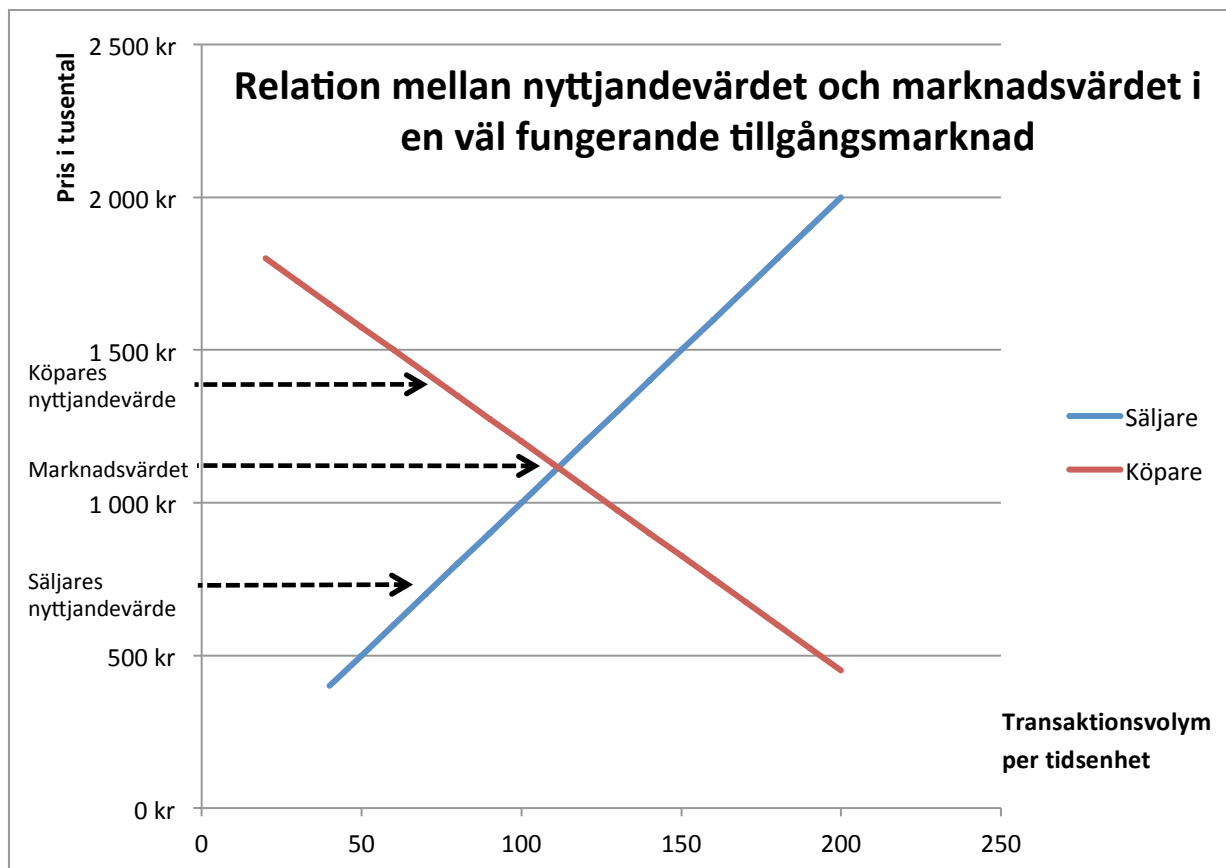
¹⁹ IAS 40 punkt 46

²⁰ IAS 40 punkt 47

²¹ IAS 40 punkt 48

²² IAS 40 punkt 53

²³ IAS 40 punkt 55



Skärningspunkten representerar totala volymen av fastighetstransaktioner, inklusive marginalinvesteringar (marginal investerare – investerare som är likgiltiga mellan att investera och inte investera). Notera: Pris, och därmed marknadsvärdet, bestäms av marginal-investeraren (investeraren som uppfyller $NPV=0$ både på basis av nyttjandevärde och marknadsvärde)²⁴

2.2 Aktiepris

I ett fastighetsbolag finns det normalt inte mycket andra tillgångar (värdemässigt) än fastigheterna, och fastigheterna är också det som genererar mesta delen av intäkterna och kostnaderna (icke finansiella).²⁵ Det medför att värdet på aktierna borde vara nära kopplat till fastigheternas värde. Dessa värden följer dock inte varandra helt, och anledningen till det kan grunda sig i flera olika orsaker. Dels kan det finnas synergieffekter mellan fastigheter vilket gör att de värderas högre tillsammans än vad varje enskild fastighet gör var för sig. Dessutom finns det kostnader som är kopplade till bolaget och inte till fastigheterna i sig, något som därför

²⁴ Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., Eichholtz, P., "Commercial Real Estate - Analysis & Investments", s 271

²⁵ HEBA Fastighets AB, "HEBA Fastighets AB – Årsredovisning 2011", s 50, 52

påverkar värdet av bolaget men inte fastigheterna. Det kan också bero på att fastighetsvärderingen anses felaktig då aktieanalytikerna gör egna kassaflödesvärderingar.

2.3 Kalkylränta

Teoretiskt ska kalkylränta avspegla den procentuella avkastningen som begärs utifrån den givna risken och vad man kan få för annan avkastning för samma risk. Det ger att kalkylräntan avspeglar marknaden och dess avkastning i förhållande till den bedömda risken. Om ett projekt är lika riskfyllt som marknaden ska den ge samma avkastning som marknaden, om en investering är mer riskfylld än marknaden ska den ge en högre avkastning än marknaden. Den generella och mest frekvent använda formeln är Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$r = r_f + \beta * (r_{mkt} - r_f)$$

Där r är avkastningen, r_f är riskfria räntan, β är ett riskmått (lika med 1 för marknaden), r_{mkt} är avkastningen för marknaden och hela parenteserna är marknadspremierna. Det bör tilläggas att metoden är omdiskuterad, men fördelen med CAPM är att den är relativt enkel att förstå i jämförelse med andra modeller. Enligt teorin bör alla investerare diversifiera sig, alltså investera i alla olika typer av tillgångar. Att investera i alla tillgångsslag som existerar är något som endast fungerar i teorin, men det gör då att man får en marknadsportfölj som innehåller enbart systematisk risk, vilket är den risk som β avspeglar.²⁶ Genom att kombinera marknadsportföljen med den riskfria räntan kan man uppnå den risk som man själv är villig att ta. Detta innebär att om den diversifierade portföljen innehåller och ett nytt projekt påbörjas, eller mer tillämpligt i vårt fall, företaget köper eller innehar en förvaltningsfastighet, ska risken i projektet användas för att få fram en kalkylränta.²⁷ Olika geografiska områden och olika hyresgästsammansättningar med skillnad i faktorer som avtal, vakanser, prisökningar och kostnader innebär olika riskbilder och bör därför ha olika kalkylräntor.^{28 29}

²⁶ White, G. I., Sondhi, A. C. & Fried, D., "*The Analysis and use of Financial Statements*", s 167, 666

²⁷ Berk, J. & P. DeMarzo., "*Corporate Finance*", s 395-396

²⁸ Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., Eichholtz, P., "*Commercial Real Estate - Analysis & Investments*", s 14-15, 204-205

²⁹ Lind, H., & Persson, E., "12 Fastighetsmarknad och marknadsanalys" i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, s 224

2.4 Diskontering

Diskontering innebär att man flyttar framtida värden tillbaka till dagens datum genom att använda sig av en kalkylränta. Anledningen till detta är att framtida kassaflöden eller värden är prognoser och innebär en risk, samt att man har en alternativkostnad genom att till exempel investera pengarna riskfritt i svenska statspapper. Pengar idag är alltid mer värda än pengar i framtiden. Det sätt som vanligtvis används för diskonteringar är att ta det framtida kassaflödet (CF – cash flow) och dividera med kalkylräntan (per år) upphöjt till antal år. Man får då nuvärdet (PV – present value).³⁰

$$PV = \frac{CF}{(1 + r)^t}$$

I formeln ovan kan man använda antingen reala (verkliga) värden eller nominella värden. Om man använder reala värden minskar man kalkylräntan med inflationen då kassaflödet redan är minskat med det samma. Förändringen som görs i kalkylräntan när man förväntar sig inflation kommer ifrån Fishers ekvation som säger att vid små procentsatser blir den nominella räntan ungefär lika med den reala räntan plus inflationen.³¹

Om det gäller ett kontinuerligt kassaflöde i all framtid använder man vanligtvis kontinuerlig diskontering. Nedan är Gordons evighetsformel.^{32, 33}

$$PV = \frac{CF}{r} \text{ eller } PV = \frac{CF}{r - g} \text{ om man förväntar sig en tillväxt i CF}$$

2.5 Prognos

Man använder prognostiserade värden i modellen ovan. Detta ger en osäkerhet varpå det krävs en kalkylränta som är högre än den riskfria räntan. Vanligen brukar man välja att göra mer detaljerade prognoser för en period på 5 till 10 år för att sedan använda sig av Gordons evighetsformel för att beräkna ett slutvärde.³⁴ Den närmsta tiden är den tiden som ger störst utfall på värdet sett per år och det är också dessa som är lättast att överblicka, men även slutvärdet kan påverka värdet kraftigt beroende på hur långt fram i tiden det ligger. De främsta kassaflödena för ett fastighetsbolag är driftnettot, som består av hyresintäkter och kostnader. En felaktig

³⁰ White, G. I., Sondhi, A. C. & Fried, D., "The analysis and use of financial Statements", s 684

³¹ Berk, J. & P. DeMarzo., "Corporate Finance", s 135

³² Ibid. s 105-106, 99

³³ White, G. I., Sondhi, A. C. & Fried, D., "The analysis and use of financial Statements", s 690

³⁴ Persson, E., "18 Fastighetsvärdering" i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, s 387

prognostisering av dessa faktorer kan ge ett stort utslag på värdet av fastigheten. Prognoser och kalkylräntan är antaganden i en modell och modellen ger därför inte bättre kvalitet än dessa antaganden.³⁵

2.6 Kassaflödesmetoder

Den vanligaste metoden vid värdering av investeringar är att använda sig av någon eller flera typer av kassaflödesmetoder. Det som är gemensamt för dessa metoder är att prognoser över kassaflöden tas fram och sedan justeras till ett nuvärde genom en diskontering.

NPV – net present value, tar alla in- och utflöden av pengar i all framtid från tillgången och diskonterar tillbaka dem till idag för att beräkna värdet av tillgången.³⁶ I praktiken tar man med de kassaflöden som ligger närmast i tiden och använder sedan till exempel Gordons evighetsformel för att beräkna ett restvärde.

$$NPV = \sum_t^T \left(\frac{CF_t}{(1+r)^t} \right) + \frac{CF_T * (1+g)}{(1+r)^T} - PV(\text{investering})$$

Denna metod använder sig av de grunder som har tagits upp ovan och man kan bland annat använda ett vägt genomsnitt av avkastningskravet på eget kapital och skulder (WACC – weighted average cost of capital) för att räkna ut kalkylräntan.³⁷

$$r_{WACC} = \frac{r_E}{E+S} + \frac{r_s}{E+S} (1 - skatt)$$

Om risken i ett projekt skiljer sig från risken i företaget som helhet bör man justera diskonteringsräntan därefter.³⁸

2.7 Ortsprismetod

Ett annat sätt att värdera en förvaltningsfastighet är att jämföra den med likartade förvaltningsfastigheter i liknande områden. Man tittar då på köpeskillingar för andra likvärdiga fastigheter och använder informationen för att beräkna ett värde på fastigheten i fråga. Tyvärr

³⁵ Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., Eichholtz, P., "Commercial Real Estate - Analysis & Investments", s 211

³⁶ Berk, J. & P. DeMarzo., "Corporate Finance", s 59, 95

³⁷ Ibid. s 397-398

³⁸ Ibid. s 395-396

finns det i praktiken inte två identiska fastigheter, även om man ibland kan komma nära är det ändå olika hyresgäster med olika avtal och olika riskbilder som nyttjar fastigheterna.

Frekvensen på antalet transaktioner på fastighetsmarknaden är förhållandevis låg, något som resulterar i att jämförelser kan behöva göras med objekt som är mindre lika. Problemet blir att en justering av siffrorna då måste göras efter bästa förmåga för att reflektera egenskaperna hos orten och fastigheten i fråga. Alternativt jämföra med likartade fastigheter där transaktionerna skett längre tillbaka i tiden och sedan justera för förändringar i marknaden istället. Det här bör alltså ge en approximation av marknadsvärdet på fastigheten eftersom värdet tas utifrån vad marknaden är villig att betala för liknande objekt. Värderingen beror dock mycket på hur jämförbara objekten är, om marknaden har förändrats, samt om det är något annat som har påverkat priset på en fastighet.³⁹

2.8 Direktavkastnings-/ Nettokapitaliseringsmetoden – en normerad ortsprismetod

Ett annat sätt att räkna ut kalkylräntan är genom att undersöka köpeskilling och driftnetton för fastigheter på samma ort och sedan ”backa ur” ortens direktavkastning genom Gordons evighetsmodell. Man använder sedan Gordons evighetsformel för att räkna ut värdet på den intressanta fastigheten och har då normerat utefter driftnetto och risk.⁴⁰

$$\text{Direktavkastning} = \frac{\text{Driftnetto}}{\text{Pris}}$$

Dessutom kan man, genom att öka direktavkastningen med inflationen genom Fishers ekvation, få nominell kalkylränta.⁴¹ Man kan sedan använda denna kalkylränta när man diskonterar kassaflödena för den specifika fastigheten på samma sätt som vid en nuvärdesberäkning. Detta ger en approximation av marknadsvärdet på fastigheten eftersom kalkylräntan som fås är den som marknaden har använt.⁴² Det här räknesättet ger inte exakt samma resultat som en nuvärdesberäkning enligt kapitel 2.6, med anledning av att man tar fram kalkylräntan på olika sätt (beta jämfört med direktavkastning) även om kalkylen sedan utförs på ungefär samma sätt.

³⁹ Persson, E., ”18 Fastighetsvärdering” i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, s 365-367

⁴⁰ Ibid, s 377-378

⁴¹ Ibid, s 379-380

⁴² Persson, E., ”18 Fastighetsvärdering” i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, s 384-398

2.9 Tidigare forskning

Det finns en mängd olika böcker och artiklar som tar upp och fördjupar sig i ämnet fastighetsvärdering till marknadsvärde och verkligt värde. Många kommer fram till att det inte går att fastställa ett exakt värde på grund av den inbyggda subjektiviteten. King skriver i en artikel att det inte finns något faktiskt verkligt värde, utan verkligt värde handlar om subjektiva uppskattningar.⁴³ Fastighetsmarknaden har också många särdrag som skiljer den från andra marknader. Några av de särdrag som Lind och Persson har kommit fram till och som påverkar värderingen presenteras här nedan, där samtliga faktorer bidrar till att försvåra bedömningen och upprättandet av verkligt värde för aktörerna på marknaden.⁴⁴

Evigt bestående

Mark beräknas och klassificeras normalt som en ”evigt bestående” tillgång. Förvaltningsfastigheter anses ha en, inte evig, men i alla fall väldigt lång ekonomisk livslängd. Det här gör att fastigheter ofta betraktas som en säker placering med ett konstant och långvarigt inflöde av intäkter. De långa framtidsprognoserna kan å andra sidan medföra risker och ju längre framtidsprognoser som behöver göras, desto större osäkerhet och högre riskfaktor.

Varje värderingsobjekt är unikt

Det finns aldrig två likadana fastigheter. Jämförelser mellan fastigheter kan fungera som en bra utgångspunkt vid värdering, men justeringar måste ändå göras.

Lägesbestämda

Teoretiskt sett går det kanske att flytta en fastighet/byggnad men det är ytterst sällan detta görs och speciellt svårt är det med sådana byggnader som i huvudsak studeras i den här uppsatsen. Utgångspunkten måste vara att byggnaden finns kvar på den plats där den upprättats vilket gör dem lägesbestämda.

⁴³ King, A. M., “Determining Fair Value”

⁴⁴ Lind, H., & Persson, E., ”12 Fastighetsmarknad och marknadsanalys” i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, s 203-205

Krav på stora kapitaltillgångar

Att förvärva en fastighet innebär en stor kapitalinsats och bortsett från vissa institutionella placerare sker förvärven till stor del med lånefinansierade medel. Det medför att olika typer av låneformer och lånevillkor från banker och kreditinstitut har en stor inverkan på riskapitet, förvärvsfrekvens och prisnivåerna på marknaden.

Begränsad omsättningshastighet

Marknaden för förvärvsfastigheter kännetecknas av ett trögrörligt utbud. Bara en klart begränsad del av det totala fastighetsbeståndet omsätts under ett år.

Överlåtelser är tidskrävande

Överlåtelser av fastigheter är normalt en utdragen och en relativt långsam process. Tidsåtgången från beslut om försäljning till avslutad affär kan ta årtal att fullfölja.

Informationsasymmetri

Fastighetsmarknaden kan också i många hänseenden anses ha en bristfällig marknadsinformation med lång eftersläpning i jämförelse med exempelvis aktiemarknaden, där reaktioner och information är direkt. Långsamheten och den bristfälliga informationen resulterar i osäkerhet hos investerare och intressenter.

3. Metod

I detta avsnitt beskrivs val och metoder som har legat till grund för uppsatsen. Här förklaras även informationsinsamlandet och utförandet av intervjuerna.

3.1 Val av metod

När det gäller val av metod för uppsats kan två huvudsakliga metoder identifieras: kvantitativ och kvalitativ metod.⁴⁵ Kvantitativa metoder bygger ofta på ett tydligt och väl strukturerat problem där en tydlig hypotes kan formuleras och där stora mängder data sammanställs och används vid besvarandet av hypotesen.⁴⁶ Den kvantitativa metoden gör det således lättare att generalisera och dra en klar slutsats. Den kvalitativa metoden saknar denna generalisering och bygger istället på ett större djup i den aktuella frågeställningen och mindre standardisering.⁴⁷ Då vår uppsats bland annat ämnar svara på frågor som bygger på vad aktörerna på marknaden har för åsikter om nuvarande värderingsmetoder behövs öppenheten och flexibiliteten som fås av en kvalitativ metod. De relativt öppna arbetsfrågorna där olika personers tolkningar och åsikter får stor vikt låter sig således inte på något enkelt sätt bli testad och besvarad genom en stor mängd data. Vi valde därför att använda oss av en kvalitativ metod eftersom en jämförelse mellan arbetsfråga och uppsatsmetod tydligt talar för att den kvalitativa metoden är den klart mest lämpliga för oss att använda.

3.2 Datainsamling

Mycket av vår uppsats bygger på intervjuer och information som samlats in under besök på fastighetsbolag och hos företag som arbetar med fastighetsvärdering. Dessutom har vi även samlat in material genom telefonintervjuer och mail. Alla intervjuer har varit med personer som på daglig basis arbetar med fastighetsvärdering. Valet att intervjua personer på fastighetsbolag (noterade och onoterade) samt externa värderare har gjorts för att få en bred och rättvisande bild då båda dessa grupper värderar förvaltningsfastigheter och stöter på problemen som finns vid värdering till verkligt värde. Vi tror att de personliga intervjuerna är den bästa källan till information för vår studie då problem som uppkommer vid värderingstillfället inte syns i

⁴⁵ Patel, R. & Davidson, B., "Forskningsmetodikens grunder - Att planera, genomföra och rapportera en undersökning", s 13-14

⁴⁶ Ibid. s 13-14, 111-119

⁴⁷ Ibid. s 119-120

redovisade siffror. Eftersom flera av de intervjuade personerna har många års erfarenhet av branschen har de stött på komplikationer som förekommer vid fastighetsvärdering och således besitter den mest relevanta och aktuella informationen. Majoriteten av de intervjuade personerna har också varit aktiva i branschen sedan innan år 2005 vilket innebär att de har erfarenheter både från de gamla och nya värderingsreglerna.

Årsredovisningar hos fastighetsbolag har studerats, både för bolagen som förekommer i denna uppsats men även andra bolags årsredovisningar. I dessa beskriver företagen ofta hur fastighetsvärderingen har gått till, vilka antaganden som gjorts, och vilken typ av värderingsmodeller som används för att få fram marknadsvärdet på fastighetsbeståndet. Tidigare studier i ämnet fastighetsvärdering har studerats, samt artiklar och annan litteratur som med olika vinklingar beskriver det berörda ämnet. Grundidéerna och utgångspunkten för våra intervjuer baseras således mycket på detta material.

3.2.1 Intervjuer

Den största informationskällan för vår studie har varit intervjuer med sex olika företag; Hufvudstaden, SSF Real Estate/BroGripen AB, Castellum AB, Fastighets AB Balder, DTZ och Forum Fastighetsekonomi AB. Eftersom intervjuerna genomfördes med personer verksamma inom två olika verksamhetskategorier (intern fastighetsvärdering och extern fastighetsvärdering) skiljde sig intervjufrågorna något, men i stora drag var det likartade frågor oavsett vilken arbetskategori personen var verksam inom. Totalt genomfördes sex intervjuer, där snittlängden per intervju hamnade på cirka 45 minuter. Intervjuerna kan beskrivas som semi-strukturerade,⁴⁸ med ett frågebatteri som formulerats på förhand men där frågorna varit öppna nog för att resultera i ett flertal olika svar och diskussioner. I de flesta fall har det också skickats information till den intervjuade i förväg, cirka en halv A4-sida, där det i punktform har förklarats vilka ämnen och frågor som kommer att beröras i intervjun. Detta för att ge den intervjuade en chans att förbereda sig, samt för att minimera missförstånd och feltolkningar. Vi har också kompletterat våra ordinarie intervjuer med telefon- och mailkorrespondens, då nya frågor uppstått under uppsatsens gång.

⁴⁸ Patel, R. & Davidson, B., *"Forskningsmetodikens grunder - Att planera, genomföra och rapportera en undersökning"*, s 75-76

3.2.2 Artiklar och trycka informationskällor

Artiklar, årsredovisningar och andra typer av tryckt litteratur har fungerat både som källa för informationsinsamlande och som uppslag för idéer och frågor som senare använts vid intervjutillfällena. De har också fungerat som komplettering av information för sådant som inte framkommit vid intervjuer eller för sådant som vi avsiktligt låtit bli att lägga intervjutid på.

3.3 Kvalitet på insamlat material

Med valet att intervjua interna och externa värderare har vi försökt att i möjligaste mån minimera subjektiviteten i vår studie. Typen av frågor som har ställts vid intervjutillfällena har medvetet hållits så lika som möjligt för de olika grupperna för att svaren sedan skall kunna vara jämförbara i vår analys. Något som kan vara svårt med en kvalitativ uppsats är att försöka behålla objektiviteten då mycket information kommer ifrån intervjuer med personer som alla ger sin syn på det berörda området.

Ingen av de intervjuade har uttryckt någon önskan om anonymitet. Med en högre grad av anonymitet är det annars inte orimligt att tänka sig att den responderade talar på ett mer fritt och företags- och branschkritiskt sätt.⁴⁹ Men då vår studie inte berör någon känslig information i egentlig mening borde avsaknaden av anonymitet vara av ringa betydelse för uppgifterna som framkommit vid intervjutillfällena.

⁴⁹ Patel, R. & Davidson, B., " *Forskningsmetodikens grunder - Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*", s 73-75

4. Empiri

I empiriavsnittet som följer presenterar vi resultatet av vad som framkommit från våra intervjuer gällande problemen med rådande redovisningsstandarder. I empirin presenteras först intervjuerna med de externa värderarna följt av intervjuerna med fastighetsbolagen.

4.1 Intervjuer med externa värderare

4.1.1 Forum Fastighetsekonomi AB

Forum Fastighetsekonomi är ett partnerägt företag som grundades 1961. Företaget varken äger eller förvaltar några egna fastigheter utan kan ses som ett konsultföretag som erbjuder ett brett spektrum av tjänster inom fastighetsekonomi, men där fokus ligger på fastighetsvärdering.⁵⁰ Under vårt besök på företaget intervjuade vi fastighetsvärderaren Magnus Stenback vars specialområde är fastighetsvärdering och marknadsanalyser.⁵¹

När det gäller att värdera fastigheter till marknadsvärdet menar respondenten att det inte finns något enkelt sätt eftersom det inte finns någon enkel definition på vad ett marknadsvärde faktiskt är. Det finns den teoretiska definitionen på verkligt värde (den regelmässiga definitionen som återfinns i IFRS-reglerna) och olika verklighetsbaserade definitioner. Respondenten menar att Forum Fastighetsekonomi, som extern värderare, har en omöjlig uppgift då de både tar fram marknadsvärde till olika fastighetsbolags redovisningar men också marknadsvärden till svenskt fastighetsindex. I båda fallen rör det sig om marknadsvärdet som ska tas fram, men att definitionerna eller ”handledningen” för framtagandet skiljer sig trots att båda är ute efter marknadsvärdet. Utöver detta finns det också ytterligare värderingshandledningar som tas fram från en europeisk organisation som heter TEGoVA⁵², vilken har sin syn på marknadsvärdering.

Respondenten menar dock att problemet inte behöver förstoras alltför mycket då definitionerna är likartade, och att det egentligen inte går att ta fram ett exakt marknadsvärde ändå. Marknaden fungerar inte helt perfekt, det är väldigt få transaktioner som görs samtidigt som nuvarande värderingsregler ger utrymme för uppskattningar.

⁵⁰ Forum Fastighetsekonomi AB, ”Forum Fastighetsekonomi AB”

⁵¹ Stenback, Magnus, Forum Fastighetsekonomi AB, Huvudkontoret i Stockholm, Personlig intervju 2012-02-28

⁵² TEGoVA är en europeisk yrkesorganisation som jobbar med standarder, etik och kvalitet i fastighetsbranschen. TEGoVA, ”About TEGoVA”

När man bedömer marknadsvärdet är det många faktorer som spelar in, och en som lätt kan glömmas bort är banker och kreditgivare. Banker och kreditgivare handlar inte aktivt med fastigheter men är ändå väldigt viktiga vid fastighetsbedömning, även konkurrensen på bankmarknaden och konjunkturläget spelar en stor roll. Idag är det huvudsakligen de fyra svenska storbankerna som är aktiva på fastighetsmarknaden, men från tidigt 2000-tal fram till september 2008 fanns det också ett flertal tyska banker som var aktiva på den svenska fastighetsmarknaden. Det bidrog till en tuff konkurrens om kunderna, och innan 2008 var det den mest positiva köparen ihop med den mest positiva banken som gjorde affärerna. Bankernas interna konkurrens bidrog till att fastighetsföretagens belåningsgrad ökade samtidigt som räntorna sjönk och amorteringskraven försvann. Det slutade med att bankerna i vissa fall kunde låna ut 105 % av köpeskillingen, vilket gjorde att marknadsvärderingen på fastigheterna steg.

Respondenten menar att bankerna påverkar marknaden mer än vad man tror, och de styr mycket av fastighetsvärderingen. Bankerna använder inte fastighetsbolagens värderingar utan tar fram värden på annat sätt. Men det finns också andra aktörer på marknaden, såsom pensionsfonder, som inte är i behov av extern finansiering. Då finansieringsmöjligheterna och finansieringsbehoven skiljer sig åt hos de olika fastighetsintressenterna blir marknadsvärderingen oerhört svår att fastställa eftersom avkastningskraven blir annorlunda och således även betalningsviljan. När man dessutom måste vara medveten om att förvärvspriset och marknadsvärdet nästan alltid skiljer sig åt och att en genomförd transaktion inte alls behöver vara genomförd till marknadspris inser man att det inte går att säga vad marknadsvärdet egentligen är.

I den mån kassaflödesbaserade beräkningar kan genomföras för att ta fram fastighetsvärden använder sig Forum Fastighetsekonomi av den metoden. En uppskattning är att ca 95 % av alla fastighetsvärderingar sker med hjälp av kassaflöden som utgångspunkt. Kalkyllängden som används beror på förutsättningarna i fastigheten, ibland används 10-års kalkyler men om det är bostadsfastigheter kan det räcka med en 1-års kalkyl. Det som avgör längden på kalkylen har att göra med förväntade förändringar på kassaflödet. Om förändringar är inplanerade vill man få med det i beräkningarna.

Respondenten menar att de nuvarande reglerna vad gäller kassaflödesmetoden är lite märkliga eftersom avkastningskravet ändå kommer från marknadsbedömningar, vilket gör att kassaflödesmodellen ändå har inslag av en ortsprismodell. IFRS väljer att kalla den för kassaflödesmodell men i verkligheten är det egentligen en mix av kassaflödesmodell och ortsprismodell.

De nuvarande reglerna vid bedömning av verkligt värde anser respondenten är relativt bra, men ställer sig samtidigt också lite frågande till dem. Om man inte kan använda huvudregeln (IAS 40 punkt 45) vid fastighetsvärdering då marknaden inte är tillräckligt aktiv, och att det i praktiken inte finns likartade fastigheter, ska man ändå i ”reservmetoden” (IAS 40 punkt 46) använda ett avkastningskrav som är framtaget från en inaktiv marknad när man gör sina kassaflödesberäkningar. Respondenten vet inte hur man ska komma runt problemet men menar att man aldrig kan få ett korrekt marknadsvärde med rådande regler och värderingar.

Värdet som idag redovisas i företagens balansräkningar är inte korrekt, det kan det aldrig bli med alla bedömningar som måste göras. Det är ändå klart bättre och tydligare regler för hur man kommer fram till marknadsvärdet idag än det var för tio år sen, vilket medfört att värderingarna blivit bättre. Marknadsvärderingarna har blivit mer tillförlitliga även om det fortfarande är bedömningar, de är bättre och mer informationsrika för intressenterna än vad anskaffningsvärdet är.

Respondenten tror att substansrabatt- och premier kommer ifrån att aktieanalytiker gör sina egna värderingar, analytikerna kan anse att fastigheterna är felvärderade eftersom de värderar efter sina egna modeller. De som investerar i fastighetsaktier värdesätter förmodligen aktieanalytikernas värderingar högre än de värdesätter interna fastighetsvärderingar. Det finns också en inbyggd tröghet när det gäller värdering av fastigheter. En värdering görs relativt sällan och under tiden mellan två värderingstillfällen kan marknaden förändras vilket speglas i aktierna och aktiepriset långt före det syns i balansräkningen. Utöver detta kan även marknadens förtroende för ledningsgruppen påverka aktiepriset och leda till de här skillnaderna.

När det gäller redovisningsreglerna görs det uppföljningar och det förs diskussioner mellan revisorer, universitet, fastighetsvärderare och även TEGoVA (som bl.a. ägnar sig åt EU-lobbying) för att se hur pass bra regelverket fungerar och om förändringar anses nödvändiga. Respondenten menar att de nuvarande reglerna fungerar, men egentligen inte mycket mer än så, och han anser att detaljutformningarna på reglerna är ganska dåliga. ”Vi tar fram våra värden och de stämmer väl hyfsat med reglerna”

Det finns en hel del subjektivitet inbakad i fastighetsvärderingen, vilken ibland utnyttjas av fastighetsbolagen. Efter Lehman-kraschen i september 2008 sjönk värdet på fastigheter markant, men de bolag som endast gjorde interna värderingar fick de minsta nedgångarna på fastighetsvärdena medan de som använde sig av externa värderare hade klart större nedgångar i det redovisade värdet. Respondenten tolkar detta som att fastighetsbolagen som endast gjorde interna värderingar inte ville ta fram det verkliga marknadsvärdet utan behöll avsiktligt en för hög värdering för att slippa redovisa alltför stora förluster. När den här typen av oväntade händelser inträffar uppenbaras en av svagheterna med marknadsvärdering, nämligen den stora påverkan fastighetsvärderingen har på bolagens resultat. Det kan då vara lockande för fastighetsbolagen som gör interna värderingar att dra nytta av osäkerheten i värderingsprocessen genom att inte fullt ut redovisa nedgångarna och på så sätt minska de negativa konsekvenserna på resultat- och balansräkning. För att förbättra tillförlitligheten i fastighetsvärderingen anser respondenten att externa värderare kanske borde göra all värdering eftersom de inte har några incitament att ”felvärdera” vare sig uppåt eller nedåt.

Trots att Sverige kännetecknas av bra transparens på fastighetsmarknaden är det ändå på den punkten respondenten menar att det finns saker att förbättra, och där han skulle vilja se en förändring. Idag är det svårt för externa analytiker att få information om gjorda affärer och mycket av Forum Fastighetsekonomis jobb ligger i att försöka få fram information om affärerna som görs på marknaden. Svårigheterna grundar sig i att fastigheter av skattemässiga skäl idag paketeras i bolagsform för att sedan säljas som ett bolag och inte som en fastighet. Det här är en stor skillnad jämfört med för tio år sedan då de istället såldes som just fastigheter. Om en fastighet säljs i fastighetsform registreras den hos inskrivningsmyndigheten vilket gör att

transaktionen blir offentlig information. Samma sak gäller dock inte för bolagsförsäljningar, utan där förblir informationen dold.

Mycket av informationen som Forum Fastighetsekonomi använder i sina värderingar är nu material som de har fått i förtroende från olika fastighetsbolag. Det är ett problem eftersom reglerna säger att de ska redovisa underlaget som legat till grund för värdebedömningarna de gör, något som företaget inte kan göra eftersom ungefär hälften av allt värderingsmaterial är hemligt. Mycket av informationen som de använder i värderingen kan de således inte förmedla vidare till sina kunder. Här menar respondenten att det absolut finns saker som skulle behöva förbättras och efterfrågar en större transparens när det gäller förvärv av fastigheter.

När respondenten jämför sina bedömningar med interna fastighetsvärderare brukar bedömningarna stämma relativt bra överens, men han anser att externa värderare generellt gör bättre bedömningar. Externa värderare har mer marknadsinformation i kombination med en lägre grad av subjektivitet vilket resulterar i mer marknadsmässiga värderingar enligt respondenten.

4.1.2 DTZ

DTZ är en division i UGL Services, vilket är ett världsledande företag på outsourced engineering, asset management and property service.⁵³ DTZ och UGL Limited är en av världens största property services företag⁵⁴ och på Sverigekontoret erbjuder man bland annat strategisk fastighetsrådgivning, vilket inkluderar fastighetsvärdering.⁵⁵ Ett flertal fastighetsbolag i Sverige använder sig av DTZ för extern värdering av sitt fastighetsbestånd och under vårt besök på stockholmskontoret intervjuade vi fastighetsvärderaren Fredrik Tångstedt, specialiserad på värdering av kontor- och bostadsfastigheter.⁵⁶

När det gäller fastighetsvärdering anser respondenten att verkligt värde och marknadsvärdet kan likställas om man pratar generell och aggregerad nivå. På enskilda fastigheter kan marknadsvärdet skilja sig från verkligt värde. På grund av diverse synergier och riskspridning hos

⁵³ UGL Limited, "Welcome from the Managing Director and CEO"

⁵⁴ UGL Services and DTZ, "UGL Services and DTZ combined are the emerging leader in global property services"

⁵⁵ DTZ, "Om DTZ"

⁵⁶ Tångstedt, Fredrik, DTZ, Huvudkontoret i Stockholm, Personlig intervju 2012-03-02

en specifik enskild köpare kan det göra dem villiga att betala mer än övriga marknaden, vilket leder till en skillnad mellan marknadsvärde och verkligt värde. Det är viktigt att komma ihåg att alla bolag har sina egna interna mål och att de räknar och bedömer på olika sätt. Enskilda fastighetstransaktioner ger inte ett perfekt underlag för värdering utan man måste vidga sig i sina analyser för att nå ett mer marknadsmässigt värde. Respondenten menar att det även är viktigt att titta på priser som betalats på grannorter, priser på liknande fastigheter och även hyressammansättning (när det går att få tillgång till den informationen). För att göra fastighetsvärderingar använder respondenten också information från affärer som inte blivit av. Även icke genomförda transaktioner ger viktig information eftersom det signalerar hur marknaden ser ut och hur värderingarna ligger i förhållande till bokförda värden. Respondenten poängterar att fastighetsvärdering inte handlar om att bestämma vad marknadsvärdet för en fastighet är, utan en fastighetsvärdering är alltid en bedömning och det går aldrig att på förhand bestämma vad ett korrekt värde på en fastighet är.

Respondenten anser att de nuvarande reglerna i IFRS/IAS är tydliga, och den teoretiska definitionen angående fastighetsvärdering är väldigt strikt och klar. Problemet är att det i verkligheten inte går att applicera reglerna på fastighetsvärderingen eftersom det inte är så enkelt som regelverket föreskriver. Respondenten anser dock att marknadsvärdet är vida överlägset anskaffningsvärdet trots att marknadsvärdet baseras på bedömningar. Ett anskaffningsvärde är en historisk transaktion som egentligen inte ger någon användbar information till intressenterna om den inte har gjorts nyligen.

DTZ använder uteslutande kassaflödesmetoder när de gör sina fastighetsvärderingar. Respondenten menar att vikten av kassaflödet har fått en ökad betydelse för fastighetsvärdering sedan införandet av IFRS- reglerna år 2005, och möjligheten att redovisa till verkligt värde. På Sverigeavdelningen använder de sig ofta av kassaflödeskalkyler på tio år när de räknar ut värdet på kommersiella fastigheter och kalkyler på fem år för bostadsfastigheter. Kalkyllängden på den svenska avdelningen skiljer sig från exempelvis den engelska avdelningen där de ofta använder kalkyler på ett år innan de sen lägger på restvärdet.

Bankerna har en väldigt stor påverkan på fastighetsmarknaden, och respondenten väljer att se dem som en aktör på fastighetsmarknaden även fast bankerna inte själva köper eller säljer fastigheter. Enligt respondenten gör bankerna också egna värderingar och använder inte företagens egna beräkningar när de tar beslut om att låna. Bankernas lånevillkor och utlåningsvilja har en betydande påverkan på marknadsvärderingen eftersom fastighetsbolagens finansieringsmöjligheter spelar en avgörande roll vid förvärvstillfällena. Då respondentens roll är att bedöma vad en fastighet kan tänkas inbringa vid en försäljning krävs god information om bankernas utlåningsvilja och på rådande räntevillkor. Att bankernas utlåningsvilja är en starkt bidragande faktor för värdering är egentligen ”fel” eftersom värdet på en fastighet bedöms väldigt mycket efter vilka kassaflöden den genererar. Bankerna påverkar även värderingen av fastigheter beroende på rådande konjunkturläge, vilket kan hjälpa till att skapa en typ av positiv eller negativ värderingsspiral. Om marknadsvärdet på fastighetsbeståndet hos ett företag går upp kan de låna lite mer pengar till lite bättre villkor och således betala lite mer vid fastighetsförvärven. Detta leder till ytterligare högre värderingar och ökade lånemöjligheter osv. Samma sak gäller förstås även åt andra hållet där det blir en negativ spiral istället.

Respondenten anser att fastighetsmarknaden är likvid eftersom det alltid finns villiga köpare på objekten som kommer ut till försäljning. Respondenten anser dock att fastighetsmarknaden är illikvid i jämförelse med aktiemarknaden eftersom förvärvsförfarandet för fastigheter normalt tar ca sex månader.

För att kunna göra bra fastighetsbedömningar krävs mycket transparens på marknaden, men här menar respondenten att marknaden har gått åt fel håll. Idag sker fastighetsförsäljning nästan uteslutande i bolagsform vilket innebär att varken köpande eller säljande part har någon skyldighet att redovisa information utåt gällande fastighetsvärdet. Externa värderare får sällan tillgång till köpeskillingen för aktierna i bolaget, och även om de lyckas få tillgång till köpeskillingen för aktierna är det inte ofta de går att bestämma fastighetens värde ändå. Det underliggande fastighetsvärdet är inte samma som priset på bolaget då det ofta finns moms och skattemässiga restvärden inbakat i aktiepriset.

Transparensen på fastighetsmarknaden har minskat, men respondenten är samtidigt inte emot att fastigheter säljs som bolag eftersom han ser fördelen för fastighetsbolagen. Han tycker dock att reglerna skulle kunna förbättras så att externa värderare kan få tillgång till informationen (pris och due diligence- analys) som nu endast de inblandade parterna i köp/sälj-processen har tillgång till. Om transparensen på det här området ökar skulle det leda till mer tillförlitliga marknadsvärderingar av fastigheter, vilket i sin tur gynnar intressenterna.

Att fastighetsbolag handlas med substanspremier och substansrabatter tror respondenten beror mycket på styrelsen och ledningsgrupperna i bolagen. Om investerare anser att ledningen i bolaget är kompetent och förväntas ”överprestera” leder det till att aktierna i bolaget handlas med ett premium. På samma sätt handlas de med en rabatt om investerarna anser att ledningen inte kommer kunna leverera enligt förväntan eller enligt de krav som aktieägarna ställer. Sen är det inte heller så enkelt att aktierna alltid speglar marknadsvärdet på tillgångarna minus skulderna. En bra fastighetsportfölj med bra riskspridning kan generera synergier vilket leder till ett premium på aktierna.

4.2 Intervjuer med fastighetsbolag

4.2.1 Hufvudstaden

Hufvudstaden grundades år 1915 och är ett Svenskt börsnoterat fastighetsbolag som återfinns på Stockholmsbörsens Large Cap- lista. Företaget har endast kommersiella fastigheter i sitt fastighetsbestånd, vilka främst består av kontors- och butiksfastigheter i de centrala delarna av Stockholm och Göteborg. Företaget redovisar sina fastighetstillgångar till verkligt värde, och i årsredovisningen 2011 var dessa värderade till ca 22,3 miljarder kronor.⁵⁷ På Hufvudstaden intervjuade vi Bo Wikare, Chef Affärsområde Stockholm Östra City.⁵⁸

När det gäller definitionen av verkligt värde menar respondenten att det inte finns något enkelt svar, olika bolag kan ha olika uppfattningar. Trots definitionerna i IFRS finns det utrymme för tolkningar, och verkligt värde tycker han kan definieras som värdet fastighetsanalytiker och

⁵⁷ Hufvudstaden, ”Hufvudstaden- årsredovisning 2011”

⁵⁸ Wikare, Bo, Hufvudstaden, Huvudkontoret i Stockholm, Personlig intervju 2012-02-23

värderare bedömer det till. En sammanvägd bedömning av flertalet interna och externa värderares bedömningar ger det aktuella värdet på en given fastighet.

Hufvudstaden använder sig av en kassaflödesbaserad modell för att fastställa verkligt värde på sitt fastighetsbestånd, och två saker anser respondenten är speciellt viktiga i den här modellen. Det första är hyresintäkterna och det andra är avkastningskravet. Hyresintäkter och avkastningskravet har en väldigt stor påverkan i kassaflödesbaserade värderingsmodeller och bedömningen av de här två faktorerna upplever respondenten som särskilt svår eftersom det gäller att uppskatta faktorerna över tid. Olika bolag värderar långsiktiga hyresintäkter och långsiktiga avkastningskrav olika och får då också olika fastighetsvärderingar. Viken typ av bolag man är påverkar också avkastningskravet och i sin tur värderingsarbetet. Hufvudstaden måste till exempel använda sig av banker för att finansiera sina köp av fastigheter medan pensionsbolag ofta kan finansiera sina köp med eget kapital, vilket leder till andra avkastningskrav och värderingsbedömningar.

Bankerna spelar en viktig roll för värderingen av fastigheter. Om marknaden är positiv och fastigheterna har ett högt värde är det lättare att låna pengar vilket i sin tur leder till att man kan betala mer för fastigheterna vilket resulterar i högre värderingar på bolagens balansräkningar.

Då Hufvudstaden endast har kommersiella fastigheter har man skapat en egen modell för att fastställa verkligt värde, den är lite schablonmässig på vissa områden men grundar sig på kassaflöden. Hufvudstaden har möjlighet att sätta sina egna hyror i fastigheterna (till skillnad mot fastighetsbolag som äger bostadsfastigheter där bolagen själva inte kan påverka hyresnivåerna) vilket leder till att mycket vikt läggs på hyreskontrakten i fastigheterna. Beroende på om hyrorna anses marknadsmässiga i det långa loppet eller om det finns ytterligare potential för höjningar i framtiden ger modellen lite större frihet att laborera med framtida hyresintäkter jämfört med vad andra företag kanske har möjlighet att göra i sina modeller.

Hufvudstaden använder en del schablonmässiga värden i sina beräkningar och respondenten är lite skeptisk till verkligt värde eftersom det ändå inte är ”korrekt”. Dessutom är Hufvudstadens resultat mycket mera volatilt sedan införandet av verkligt värde i redovisningen, där man kan ha

gjort ett bra förvaltningsarbete men ändå redovisa stora förluster pga. negativa värdeförändringar i fastighetsbeståndet. Respondenten tror att marknaden har vant sig vid den här typen av volatilitet men anser ändå att värderingen kan förvirra investerare mer än det hjälper dem i vissa fall.

Respondenten ser också en risk med nuvarande fastighetsvärderingar eftersom räntorna är extremt låga idag jämfört med historiska räntenivåer. Om räntorna skulle börja röra sig uppåt till mer ”normala” nivåer menar respondenten att fastighetsvärdena skulle dyka. De som varit med i fastighetsbranschen länge känner sig inte helt tillfreds med att evighetsberäkna fastigheterna till de extremt låga räntenivåer som råder idag. Samtidigt kan de inte på något tillförlitligt sätt bedöma vilka räntenivåer som ska användas för att ge ett tillförlitligt bedömningsvärde eftersom det är många faktorer som spelar in. Lite motvilligt använder Hufvudstaden liknande kalkylräntor som resten av marknaden även om respondenten inte tycker det är helt rätt, utan skulle hellre se att lite högre ränta användes i beräkningarna. ”De här fastighetsvärderingarna som görs kan jag tycka är lite glädjekalkyler... egentligen borde fastighetsvärderingen vara lite lägre”

Försäljningsprocesserna på marknaden kan variera, men ett normalt förfarande kan liknas vid en auktion där det säljande företaget går ut och tillkännager sin tänkta försäljning och intressenter får därefter lämna en intresseanmälan. Efter det inleds förhandlingar och i slutet av förvärvsprocessen liknar respondenten förvärvet med en arbrytning där parterna köpslår om slutgiltigt pris. Normalscenariot är att det säljande företaget får mer betalt för sin fastighet än det bokförda värdet. Om de inte skulle få mer än bokfört värde säljer de normalt inte om de inte absolut måste, då inget företag är speciellt intresserat av att ta en förlustförsäljning.

Huruvida marknaden kan anses vara aktiv är en definitionsfråga som inte riktigt går att svara på, utan det beror på vad man jämför med. På fastighetsmarknaden görs relativt få transaktioner och längden på en försäljningsprocess kan variera mycket. Ibland kan det också förekomma ”tysta” försäljningar där ett företag som är intresserad av att avyttra sitt bestånd hör av sig till företag som de anser är potentiella köpare. Sedan är det bara de inblandade företagen som vet att en försäljningsprocess fortgår, övriga marknaden förblir ovetande.

Respondenten menar att externa värderare har en större kunskap om marknaden än vad de själva har eftersom de sällan gör några transaktioner. De externa värderarna lever med köp och försäljningar av fastigheter hela tiden och har därför mer uppdaterad och relevant information när de gör sina värderingar. Hufvudstaden använder sig av externa värderare i jämförande syfte för att se om de själva ligger rätt i bedömningarna. Om det visar sig att värderingarna skiljer sig åt rättar de sig ofta efter vad de externa värderarna gör.

Anledningen till varför företagets aktier inte fullt ut speglar marknadsvärdet på fastigheterna minus värdet på skulderna tror respondenten bottnar i att aktiemarknaden och aktieanalytikerna alltid är före själva fastighetsmarknaden. Om aktieanalytikerna bedömer att fastighetsmarknaden kommer utvecklas i en positiv riktning närmsta månaderna har det redan prisats in i aktiekursen, och aktierna handlas då med ett premium. Samma sak gäller förstås om marknaden förväntas gå ner, då aktierna istället handlas med en rabatt. Huvudintressenterna, aktieanalytikerna och aktieinvesterarna, kan också göra andra värderingar än bolagen själva, vilket ytterligare är en möjlighet till att värdena divergerar.

4.2.2 SSF Real Estate/ BroGripen AB

SSF Real Estate/BroGripen AB är en svensk onoterad fastighetskoncern som bildades år 1994. Företaget har ca 90 % bostadsfastigheter i sin fastighetsportfölj, huvudsakligen belägna i mälardalsregionen och i Skåne. Företaget redovisar sina fastighetstillgångar enligt det historiska anskaffningsvärdet, men där verkligt värde presenteras i not i årsredovisningen. I sista kvartalsrapporten för 2011 uppgick värdet på det totala fastighetsbeståndet till 2,4 miljarder kronor.⁵⁹ SSF Real Estate har sedan vår intervju bytt namn och heter numera BroGripen AB. Under vårt besök på huvudkontoret i Stockholm intervjuade vi chefscontrollern Joakim Sundberg.⁶⁰

BroGripen väljer att definiera verkligt värde enligt den föreskrivna definitionen som återfinns i IFRS- reglerna, men påpekar samtidigt att det egentligen inte finns något verkligt värde annat än i teorin. Respondenten anser att de viktigaste intressenterna för fastighetsbolag är investerare och

⁵⁹ BroGripen AB, "BROGRIPEN"

⁶⁰ Sundberg, Joakim, SSF Real Estate/ BroGripen AB, Huvudkontoret i Stockholm, Personlig intervju 2012-03-09

aktieanalytiker, men då BroGripen är onoterat menar respondenten att redovisning till verkligt värde inte är lika viktigt för dem som för ett börsnoterat bolag. Bolagets aktier handlas inte aktivt på någon börs och de har därför inte lika många intressenter som ett börsbolag. BroGripen är ett relativt litet bolag i jämförelse med de börsnoterade fastighetsbolagen, och respondenten menar att för dem skulle en redovisning till verkligt värde kosta mer än det smakar.

Eftersom det inte går att fastställa en fastighets värde med någon större tillförlitlighet, samtidigt som redovisat verkligt värde och transaktionspriser skiljer sig åt, anser respondenten att det inte finns någon egentlig nytta för BroGripen att redovisa till verkligt värde. Om BroGripen skulle redovisa till verkligt värde ger det ändå bara en ögonblicksbild, och att redovisa ett värde den 31 december (balansdagen) gör ingen nytta om de ska göra ett köp/försäljning ett halvår senare. Värdet kan vid den tidpunkten vara något helt annat, och när BroGripen ska sälja en fastighet kan respondenten inte använda fastighetens verkliga värde utan måste alltid göra en ny bedömning. De använder då egna interna värden (nyttjandevärden) på sina fastigheter som skiljer sig från presenterat verkligt värde på samma fastigheter.

När BroGripen gör sina värderingar använder de sig uteslutande av kassaflödeskalkyler där kalkyllängden varierar beroende på fastighetstyp, men standard är 1-års eller 5-års kalkyler i redovisningssyfte. Inför ett köp eller en försäljning av en fastighet görs noggrannare analyser och då varierar kalkyllängden mer.

Subjektiviteten som finns i bedömningsarbetet och det faktum att det inte går att fastslå ett exakt värde gör att de värderingsmetoder som används inte alltid ger det mest korrekta värdet. Det händer ofta att respondenten på förhand vet vilket värde som han vill uppnå och därefter ändrar de olika bedömningsparametrarna i kalkylen tills han får fram värdet som eftersträvas. För att kunna göra den här typen av värderingar och samtidigt få ett värde som är tillförlitligt förutsätts väldigt god marknadskännedom om fastigheten och orten ifråga. Då BroGripen är aktiva på fastighetsmarknaden, till skillnad mot externa värderare, menar respondenten att de ofta får prospekt skickade till sig när förvaltningsfastigheter är till salu på deras intresseorter. Detta gör att de ofta innehar mer information än de externa värderarna på just dessa orter.

4.2.3 Castellum

Castellum är ett av de större svenska börsnoterade fastighetsbolagen och återfinns på den svenska börsens Large Cap- lista. Castellum redovisar sina fastigheter till verkligt värde i balansräkningen och fastighetsbeståndet var i senaste årsredovisningen värderat till ca 33,9 miljarder kronor. Fastigheterna är i huvudsak koncentrerade till fem regioner; Storstockholm, Storgöteborg, Mälardalen, Öresundsområdet och Östra Götaland.⁶¹ På Castellum intervjuade vi Ulrika Danielsson, ekonomidirektör.⁶²

När det gäller redovisning till verkligt värde anser respondenten inte att det finns några problem under förutsättning att alla intressenter är medvetna om att det är bedömningar och inte exakta sanningar som redovisas. Ett värde på en fastighet kan aldrig på förhand bedömas helt korrekt, utan det är just i samband med försäljning som det framgår vad fastigheten egentligen skulle varit värderad till i balansräkningen. Hon tycker också det är viktigt att fastighetsbolagen är öppna med vilka bedömningar och antaganden som legat till grund för värderingen så att intressenter med andra uppfattningar kan göra sina egna bedömningar om de önskar. En negativ konsekvens av dagens värdering är enligt respondenten att företagens intressenter måste besitta en större kunskap än vad som behövdes med redovisning till anskaffningsvärde. Idag måste en intressent ha kunskap om värdering, räntor, diskonteringsfaktorer osv. dels för att kunna förstå hur bolaget i fråga har värderat men också för att själv göra sina egna värderingar om man anser att bolaget inte gjort en korrekt bedömning.

Castellum använder sig normalt av kassaflödesmodeller när de beräknar värdet på sina fastigheter, och kalkyllängden är i vanliga fall tio år. Anledningen att de inte redovisar verkligt värde enligt IAS 40 punkt 45 (aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter) har enligt respondenten att göra med att det inte går eftersom det görs för få transaktioner, marknaden är inte tillräckligt aktiv. Hon anser dock inte att marknaden är illikvid, bara att det görs för få transaktioner för att använda priserna som grund för värderingsarbetet. Respondenten menar

⁶¹ Castellum AB, "Castellum - Årsredovisning 2011", s 7, 80

⁶² Danielsson, Ulrika, Castellum, Telefonintervju 2012-04-23

också att det egentligen inte rör sig om en ren kassaflödesmetod eftersom direktavkastningskravet, vilket är en del av diskonteringsräntan, kommer från marknaden.

Eftersom Castellum är ett börsnoterat bolag redovisar de fastigheternas bedömda verkliga värde var tredje månad i kvartalsrapporter. Det värde som redovisas i rapporterna använder de sedan som grund för den interna styrningen, och gör således ingen skillnad mellan internt värde och externt redovisat värde. Det redovisade värdet innehåller en hel del bedömningar, och respondenten menar att redovisat värde sällan stämmer med försäljningspris eftersom alla fastighetsbolag gör sina egna bedömningar.

Respondenten är överlag nöjd med rådande regler för värdering av fastigheter men menar att det kan ifrågasättas varför redovisning och värdering sker med en "sistahands-metod", det vill säga IAS 40 punkt 46 (c) Kassaflödesmetoden. Respondenten är också positiv till redovisning av verkligt värde på balansräkningen i jämförelse med anskaffningsvärdet, men önskar att värdeförändringar i fastighetsbeståndet skulle hamna någon annanstans än på resultaträkningen.

4.2.4 Fastighets AB Balder

Balder är ett svenskt fastighetsbolag som återfinns på Stockholmsbörsens Mid Cap- lista. Bolaget är ett relativt nytt fastighetsbolag med en verksamhet som startades år 2005. Balder redovisar sina fastighetstillgångar till verkligt värde i årsredovisningen, och 2011 uppgick värdet till ca 17,6 miljarder kronor.⁶³ På regionkontoret i Stockholm intervjuade vi Stefan Gustafsson, områdesansvarig för kommersiella fastigheter.⁶⁴

Balder använder uteslutande direktavkastningsmetoden vid värdering av sina fastigheter, det vill säga en kassaflödesmetod där en uppskattning av framtida kassaflöden görs och sedan diskonteras tillbaka till ett nuvärde. Direktavkastningskrav och kalkylränta som används har härletts från gjorda transaktioner på marknaden, tillsammans med bedömningar om bland annat framtida tillväxtmöjligheter, hyresnivåer och vakansgrader. Den normala längden på kalkylperioden som används är 10 år.

⁶³ Fastighets AB Balder, "Balder – Årsredovisning 2011", s 55

⁶⁴ Gustafsson, Stefan, Fastighets AB Balder, Telefonintervju 2012-04-25

Balder värderar varje fastighet var för sig och det går åt stora resurser i värderingsarbetet, men man anser ändå att redovisning till verkligt värde är bättre än anskaffningsvärdet. Anledningen till att Balder använder sig av en kassaflödesmetod vid värderingen beror framförallt på att det i praktiken aldrig finns två likartade fastigheter. Respondenten menar annars att marknaden är tillräckligt aktiv, i alla fall i Stockholm, för att det skulle gå att värdera fastigheter baserat på transaktionspriser.

Då Balder är ett börsnoterat bolag redovisar de fastighetsvärdena varje kvartal, där redovisningen bygger på de interna värderingarna. I dagsläget anser respondenten att Balder inte har ”maxat” sina värden, utan fastigheterna skulle egentligen kunna värderas lite högre än vad de faktiskt gör. Inom segmentet kommersiella fastigheter (vilket är det huvudsakliga arbetsområdet för respondenten) finns det utrymme att justera den ekonomiska vakanshyran, något som får en relativt stor påverkan på värderingen. Respondenten menar att marknadsvärdering av fastigheter ger ett mjukt värde, och genom att skruva lite på olika bedömningsfaktorer kan man ändra fastigheternas värde om man önskar.

I sina kvartalsrapporter redovisar Balder värdet på fastigheterna, men huruvida värdet speglar ett försäljningspris tycker respondenten varierar beroende på orten i fråga. På vissa orter/områden stämmer nog dessa värden relativt bra överens. Men på andra orter eller i storstäder, såsom Stockholm, måste budgivaren förmodligen vara beredd att klart överstiga det redovisade värdet för att Balder ska vara villig att avyttra fastigheterna.

Balder har ett annorlunda portföljinnehav av fastigheter jämfört med exempelvis Hufvudstaden. Värdet på Balders fastighetstillgångar (17,6 miljarder) är utspridda på ca 450 fastigheter, vilket kan jämföras med Hufvudstadens fastighetstillgångar (22,3 miljarder) fördelat på ca 30 fastigheter. Balder har betydligt mer jobb att göra när de ska värdera sina fastigheter, och de har dessutom fastigheter i sitt bestånd som är svåra att fastställa ett tillförlitligt värde på. En felvärdering av några fastigheter får dock inte samma utslag på Balders balansräkning som det skulle få på Hufvudstadens, då varje fastighet bara har en liten påverkan på det sammanlagda värdet av fastighetsbeståndet. Tillförlitligheten i Balders fastighetsvärderingar anser respondenten därför är förhållandevis goda.

5. Analys

I detta avsnitt analyseras informationen från intervjuerna. Uppgifterna från de olika respondenterna jämförs med varandra men även med den teoretiska referensramen. Analysen tar upp frågor som varit i fokus under intervjuerna och som vi anser är av vikt för uppsatsen.

5.1 Värderingsmetoder

Enligt IASB:s regelverk och IAS 40 punkt 45 ska fastighetsbolag värdera sina förvaltningsfastigheter enligt en ortprismodell som förenklat lyder:

”Det bästa uttrycket för ett verkligt värde erhålls från aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter,...”⁶⁵

Endast när det inte går att värdera enligt ovanstående modell ska en analys mellan IAS 40 punkt 46 (a) Aktuella priser för ej likartade fastigheter på en aktiv marknad (b) Senaste pris för liknande fastigheter och (c) Nuvärdet av uppskattade framtida kassaflöden, avgöra vilken metod som är den lämpligaste att använda. Det är därför anmärkningsvärt att samtliga företag och externa värderare vi har pratat med endast använder sig av ”reservmetoderna” i sina värderingar. Dessutom är det uteslutande en av reservmetoderna som används, kassaflödesmetoden.

Om fastighetsmarknaden är en aktiv eller icke aktiv marknad har diskuterats flitigt under våra intervjuer. Svaren har skiljt sig åt mellan respondenterna från att både anses som aktiv, inaktiv och befinna sig någonstans mellan de båda alternativen. Samtliga respondenter har klargjort att i en jämförelse mellan fastighetsmarknaden och andra marknader, såsom aktiemarknaden, ligger fastighetsmarknaden långt efter i aktivitet och omsättningshastighet. På en marknad som är aktiv kan det verkliga värdet för en tillgång i princip vara marknadsvärdet, på aktiemarknaden är verkligt värde och marknadsvärdet samma sak. På en marknad som inte är aktiv kan det istället lätt uppstå skillnader mellan verkligt värde och marknadsvärdet, vilket verkar vara fallet på fastighetsmarknaden.

Då fastighetsförvärv görs enligt ett auktionsförfarande där vissa intressenter ofta innehar ett informationsövertag och där säljande part kan välja vilka som ska få vara med i köpprocessen får

⁶⁵ IAS 40 punkt 45

oss att se marknaden som gammaldags och inte helt effektiv. När det gäller förvärv av aktier anses auktionsförfaranden resultera i ett korrekt värde på tillgångarna.⁶⁶ På fastighetsmarknaden finns särdrag och inslag av slumpmässighet som gör att auktionsförfarandet inte ger ett korrekt verkligt värde då förhandlingen varierar beroende på vilka de intresserade parterna är och vilket typ av objekt det rör sig om. Det leder till att ”korrekt” verkligt värde inte kan utläsas av enbart köpeskillingen. Prisbildningsmekanismen och den något ofullkomliga marknad där slumpmässighet spelar en roll vad gäller potentiella köpare och deras budpreferenser skapar svårigheter och hjälper till att styrka det faktum att verkligt värde kan skilja sig från marknadsvärdet. Det går kanske att dra det så långt att man kan säga att det inte existerar något marknadsvärde på fastighetsmarknaden?

Den teoretiska definitionen av fastighetsvärdering enligt IAS 40 punkt 45 anser vi är klar och tydlig, men på grund av att fastigheter skiljer sig åt och det dessutom är diskutabelt om det är en aktiv marknad går inte punkt 45 att använda med säkerhet. Dessutom är det antagligen svårt att justera för skillnader mellan fastigheter varpå jämförelsemetoder också är praktiskt svårt. Detta är de bidragande orsakerna till att kassaflödesanalyser används som utgångspunkt vid värdering istället för förvärvspriser.

5.2 Kreditgivare

Då fastighetsförvärv ofta innefattar stora belopp spelar kreditgivarna en viktig roll för fastighetsvärderingen även om de själva inte aktivt köper och säljer fastigheter. Under intervjuerna har det framkommit att bankernas utlåningsvilja har en stor påverkan på marknadsvärdet av fastigheter. Vi finner det lite underligt att finansieringsmöjligheterna ska spela en så betydande roll för värderingen på en fastighet när samtliga företag använder sig av diskonterade kassaflöden för att fastställa värdet på fastigheterna.

Sämre lånemöjligheter innebär att fastighetsbolag inte längre kan betala lika stora belopp i fastighetstransaktionerna, vilket leder till att marknadsvärdet på fastigheterna sjunker. Det finns dock vissa aktörer på fastighetsmarknaden, såsom pensionsbolag, som sällan behöver använda

⁶⁶ kap 12 *Fastighetsvärdering* i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt* – Fastighetsnomenklatur, 9:e uppl. Fastighetsnytt Förlags AB 2005, s. 205

lån för att finansiera sina förvärv. Ska då redovisade värden påverkas så mycket av att finansieringsmöjligheterna förändras? IAS säger att verkligt värde inte får påverkas av särskilda villkor och omständigheter såsom ”ovanlig finansiering”. En fråga är då vad som kan ses som ovanlig finansiering. Dessutom kan det diskuteras huruvida svårighetsgraden att få ett banklån bör anses som ”särskilda omständigheter” och således påverka redovisningen.

I våra intervjuer har det framkommit att bankerna använder sina egna värderingsmodeller och inte bolagens redovisade värden när de tar beslut om utlåning. Att bankerna gör sina egna analyser och värderingar kan resultera i att de endast vill låna ut pengar för att finansiera ett köp till vad de anser vara marknadsvärdet och inte till det pris som fastighetsföretaget är villiga att betala, som förmodligen kan vara högre.

5.3 Skatteeffekter och bolagisering

Trenden att fastigheter paketeras i bolagsform och säljs som ett bolag innebär skattefördelar för de inblandade parterna och är den primära anledningen till att bolagsformen idag är den metod som normalt används vid fastighetsförsäljning. Den part som blir lidande av den här typen av förvärvssätt är de externa värderarna som får ägna mycket tid till att försöka ta reda på förvärvspriser. Det här blir lite kontraproduktivt då de externa värderarna förväntas vara normsättare vad gäller fastighetsvärdering, de ska ha den bästa informationen och göra de bästa värderingarna. I intervjuerna framgår det att externa värderare använder ”hemlig” information när de gör sina värderingar och kunderna kan bara lita på att värderarna vet vissa saker. När en bostadsrättsförening är köpare av en fastighet finns alltid en ekonomisk plan där fastighetsvärdet framkommer. Då det borde ligga i fastighetsbranschens intresse att värderingarna är så tillförlitliga som möjligt skulle något liknande också kunna införas gällande övriga fastighetsförvärv, där man låter externa värderare ta del av planen för att underlätta och förbättra värderingsarbetet i branschen.

5.4 Kreativ redovisning

Ett problem med kassaflödesmodeller är att de innehåller bedömningar, dessutom att bedömningarna måste göras över tid. I känslighetsanalyser från årsredovisningar har det visat sig

att en liten förändring av kalkylränta eller direktavkastningskrav kan innebära att värderingen förändras markant.⁶⁷ Om det är svårt att långsiktigt fastställa dessa bedömningsparametrar kan man ställa sig frågande till tillförlitligheten i värdena som redovisas. Till exempel är räntenivåerna i dagsläget väldigt låga, vilket resulterar i att det finns en risk att bolagen diskonterar sina kassaflöden med en för låg kalkylränta.

Subjektiviteten i värderingsarbetet gör att det finns möjlighet för fastighetsbolagen att vara kreativa (inom rimliga gränser) i sin redovisning. Det har under våra intervjuer framkommit att vissa företag, framförallt under finanskrisen 2008-2009, drog nytta av subjektiviteten och det faktum att det helt och hållet går att använda sig av interna värderingar. Detta för att kunna redovisa ett bättre resultat och inte behöva sänka värderingen på sina tillgångar för mycket. När företag systematiskt kan använda osäkerheten på marknaden och rådande redovisningsregler till sin fördel genom att styra värderingen i en speciell riktning skulle ett krav på extern fastighetsvärdering vara en idé för att uppnå bättre värderingar och mer tillförlitlig redovisning i fastighetsbranschen. De nuvarande reglerna kan skapa osäkerheter för de användare som tar del av företagens information, samtidigt som en kreativ redovisning urholkar förtroendet i fastighetsvärderingarna. Externa värderare har ingen egen vinning i att värdera fastighetstillgångarna i fastighetsbolagen varken för högt eller för lågt, vilket skulle medföra att själva värderingen av fastigheterna rimligtvis borde bli bättre samtidigt som den också skulle bli mer tillförlitlig om värderingar gjordes externt.

5.5 Skillnader i bedömning

Under intervjuerna har det diskuterats varför börsvärdet på ett fastighetsbolag ofta skiljer sig från marknadsvärdet på fastigheterna minus marknadsvärdet på skulderna. Intuitivt, eller teoretiskt sett, borde annars dessa värden överensstämma relativt väl. Under intervjuerna har det framkommit olika teorier om varför fastighetsbolag kan handlas med substanspremier eller substansrabatter. Några respondenter har menat att det finns en skillnad i ”snabbhet” mellan börsen och fastighetsmarknaden där börsen alltid ligger före fastighetsvärderingen och prisar in vad företagens fastighetsbestånd troligtvis kommer vara värt ett halvår framåt i tiden. Andra

⁶⁷ HEBA Fastighets AB, ”HEBA Fastighets AB – Årsredovisning 2011”, s 33

anledningar som framkommit som troliga för dessa differenser har att göra med aktieägarnas bedömning av ledningsgruppernas kompetens och kvalitéer samt att marknaden kan anse att fastighetsbeståndet hos fastighetsbolagen är felvärderad. Om man lägger ihop samtliga respondenters åsikter och även har i åtanke att fastighetsbolagen kan få synergieffekter och en ökad riskspridning i sin fastighetsportfölj med vissa innehav, är det inte konstigt att fastighetsaktier kan handlas med substanspremium eller substansrabatt.

5.6 Tillförlitlighet och relevans

Samtliga respondenter har i intervjuerna sagt att redovisning till verkligt värde ger betydligt mer information till intressenterna än vad anskaffningsvärdet gör, och då framför allt till huvudintressenterna aktieinvestorer och aktieanalytiker. Dessutom är de överens om att verkligt värde är mer relevant. Däremot är inte samtliga respondenter överens om att det alltid ligger i företagets intresse att ta fram och redovisa det verkliga värdet.

Både Balder och Castellum poängterar att verkligt värde är viktigt eftersom det ger bra information till intressenterna, men även att det är viktigt för intern styrning och beslutsfattande. När dessa bolag gör sina köp/sälj-bedömningar ligger det redovisade värdet till grund, givetvis kan justeringar behöva göras, men utgångspunkt tas i det redovisade värdet.

Huruvida värdet är tillförlitligt är svårare att svara på eftersom fastighetsvärdering till verkligt värde är en bedömning och respondenternas åsikter går isär när det gäller tillförlitligheten. Samtliga respondenter är överens om att det aldrig går att fastställa ett helt korrekt verkligt värde och vissa av respondenterna tycker därför att tillförlitligheten är relativt dålig. Andra menar att den är relativt god så länge alla är medvetna om att det handlar om bedömningar. Om alla är medvetna om att fastighetsvärdering är bedömningar bör de vara medvetna om att det verkliga värdet kan skilja sig mellan olika företag och värderare, och tillförlitligheten kan då ändå sägas vara tillräckligt bra. Dessutom anser samtliga att det inte är något egentligt problem att fastighetstillgångarna inte är perfekt värderade.

Tillförlitligheten kan också skilja sig åt mellan olika geografiska platser. I storstäderna och vissa andra områden med god tillväxtpotential görs det fler transaktioner och fastighetsbolagen är mer

aktiva. Det innebär att man på dessa platser får information från marknaden som kan ligga till grund i värderingsarbetet, som då bör kunna ge relativt tillförlitliga bedömningar. I områden med låg omsättningshastighet kanske inte någon information kan fås från marknaden överhuvudtaget, vilket kan leda till låg tillförlitlighet i värderingen.

5.7 Modellproblem

För att få ut risk och direktavkastning på en given ort har flera av respondenterna berättat att de ”backar ut” dessa faktorer med hjälp av gjorda transaktioner och Gordons evighetsformel. Denna direktavkastning använder de sedan för att ta fram kalkylräntan som används för att diskontera kassaflödena. Detta är ett problem eftersom ett bolag inför köp har använt sig av en prognos som sträcker sig flera år framåt och inte enbart ett år. Det är oklart vad utfallet av detta fel blir, kalkylräntan kan både blir högre eller lägre. Om någon värderar fastigheter på delmarknader där det sker få transaktioner innebär det att man använder ett direktavkastningskrav som kan vara fel då detta inte diversifieras bort av flera olika transaktioner. Det blir också ett problem när man har hög koncentration av fastigheter på få delmarknader då fel som inte diversifieras bort får en stor inverkan på fastighetsportföljen.

5.8 Konsekvenser av överpriser

IAS 40 skiljer på verkligt värde och nyttjandevärde, som bland annat innehåller synergieffekter och riskspridning i portfölj. Det blir som att ”Goodwill” inte ska tas med i det verkliga värdet som redovisas. Från våra intervjuer framkommer det att fastighetsförvärv handlar om ett auktionsanförande där högst pris vinner. Till skillnad från aktiemarknaden handlar det här om enskilda transaktioner på en marknad med tillgångar som inte är identiska vilket resulterar i att man inte ser marginalinvesteringen. Det innebär att om någon budgivare är mer optimistisk än övriga kommer detta bolag vinna budgivningen, det samma kan hända om någon får synergieffekter genom förvärvet. Ekonomistyrning, eller specifikt investeringskalkyler, ger beslutsunderlag vid köp och försäljning och berör nyttjandevärdet, värdet av tillgången för det specifika företaget. På grund av att andra sedan använder köpeskillingen för att räkna ut en kalkylränta genom direktavkastningen, påverkar det i sin tur hur de värderar inom externredovisningen. I årsredovisningen kan nu det redovisade värdet bli högre hos övriga bolag

då de diskonterar med en lägre siffra, trots att de själva kanske inte har likvärdiga synergier. Detta kommer av att de hämtat information från en transaktion där den köpande parten har haft ett mervärde från förvärvet eller en mer optimistisk syn, vilket leder till att värderarna räknar fram ett lägre direktavkastningskrav. En positiv detalj i det hela är att respondenterna har svarat att de även tar in information från icke genomförda försäljningar och från budgivare som inte vinner budgivningen. Problemet är att det är svårt att få tag på den här typen av information. Om de får tillgång till informationen får de därigenom också en mer nyanserad bild av marknaden och minskar risken att endast överpriser används i värderingarna.

Om man i detta sammanhang jämför verkligt värde med marknadsvärde ingår det ofta ett överpris i marknadsvärdet, då detta ska spegla det mest troliga priset vid överlåtelse. Verkligt värde är mer hypotetiskt, med ”kunniga” parter som inte antas villiga att betala mer än marginalinvesteringen. Det leder till att överpriser uteblir och värdet motsvarar istället vad priset skulle vara på en aktiv marknad av likvärdiga objekt.

6. Slutsats

Vi grundar vår slutsats på de tidigare kapitlen i uppsatsen och diskuterar respondenternas åsikter utifrån vår frågeställning i kapitel ett. Avslutningsvis tar vi upp kritik och förslag på fortsatt forskning.

Att samtliga respondenter använder sig av kassaflödesberäkningar (vilket är en ”reservmetod”) för värdering till verkligt värde är anmärkningsvärt, men det har visat sig att det inte är möjligt att använda den optimala metoden eftersom marknaden inte är aktiv för likvärdiga tillgångar. Subjektiviteten och bedömningarna i dessa värderingar skapar dock osäkerhet och minskad tillförlitlighet, där relativt små förändringar i beräkningarna kan resultera i stora utslag på slutvärdet. Det kan också vara lockande för fastighetsbolag att använda subjektiviteten till sin fördel, vilket har varit fallet i sämre ekonomiska tider, medan externa värderare inte har samma incitament att använda kreativ redovisning. Att använda externa värderare kan därför anses öka tillförlitligheten i redovisningen.

Då fastighetsförvärv rör stora belopp medför det att bankerna får en väldigt stor påverkan på fastighetsbranschen. Vissa institutionella investerare är dock inte i behov av kreditgivare vilket försvårar värderingen. Speciellt svårt är det att göra tillförlitliga värderingar när ekonomin saktar in eller befinner sig i en lågkonjunktur, då få transaktioner görs.

Modellfelet som görs när man använder Gordons evighetsformel på ett transaktionspris för att erhålla en kalkylränta kan påverka resultatet både positivt eller negativt. Överpriser har däremot alltid en positiv påverkan på värderingen. Överpriser leder till mer eller mindre övervärderade tillgångar, och problematiken leder till både minskad relevans och tillförlitlighet. Värderare behöver därför analysera köp som inte går igenom och bud som inte var högst, vilket vissa gör, för att få en bättre bedömning och en mer rättvisande bild av marknaden.

Bolagiseringen av fastigheter har minskat transparensen och ökat informationsasymmetrin mellan fastighetsbolag och externa värderare. Detta i kombination med tysta budgivningar gör att information om pris, värdering, driftnetto och andra budgivare blir svårtillgängligt och värderarna saknar då parametrar till sina beräkningar.

Vi kan identifiera flera anledningar till att fastighetsaktier kan handlas med substansrabatt eller substanspremium. I intervjuerna framkommer skillnader i värderingsbedömningar mellan aktieanalytiker och fastighetsvärderare, samt olika uppfattningar om ledningsgruppernas kunskap och kvalitéer som bidragande orsaker. Börsen är dessutom effektiv och prisar in marknadsförändringar innan bolagens nya redovisning släpps.

Även om tillförlitligheten i det redovisade verkliga värdet kan ifrågasättas har det visat sig att det föredras framför anskaffningsvärdet. Intressenterna får tillgång till mer relevant information genom verkligt värde, samtidigt som vi ser att det fyller en viktig funktion internt hos fastighetsbolag. Informationsinsamlandet, bedömningar/antaganden och att marknadsvärdet överstiger verkligt värde är problem vid värdering. Men överlag verkar de flesta aktörerna i branschen relativt nöjda med hur värderingen av fastigheter görs idag. Samtidigt anser samtliga respondenter att det finns regler och områden som kan förbättras för att öka tillförlitligheten i fastighetsvärderingen.

6.2 Kritik

För att bredda studien hade intervjuer med professorer och forskare verksamma inom fastighetsvärdering varit av intresse, det är möjligt att de hade kunnat belysa problemen vid värderingen från ett annat håll och på sätt gett uppsatsen en ytterligare dimension. De är rimligt att tänka sig att deras åsikter hade skiljt sig från informationen vi fick från fastighetsbolagen och de externa värderarna.

Då vår kunskap om fastighetsbranschen är begränsad har vi förlitat oss mycket på våra respondenters åsikter. Slumpmässigheten och storleken på vårt urval av respondenter kan då ifrågasättas. Det kan tänkas att resultatet hade sett annorlunda ut om vi använt oss av andra bolag eller kommit i kontakt med andra personer från de representerade bolagen.

6.3 Fortsatt forskning

En av Bo Nordlunds artiklar tar upp skillnader mellan IAS 40 och utkastet till IFRS 13.⁶⁸ Artikeln påvisar att det inte är några större skillnader mellan de två, och även en tidigare uppsats från Göteborgs Universitet⁶⁹ visar att skillnaderna är små. Det skulle dock vara intressant om ytterligare forskning skulle göras på liknande sätt som vår studie för att utröna om samma problem inom fastighetsvärdering kvarstår efter införandet av IFRS 13.

Studier kan också göras angående nyttan av verkligt värde jämfört med kostnaden för framtagning av densamma. Det har i våra intervjuer framkommit meningsskiljaktigheter hos bolagen huruvida nyttan överskrider kostnaden.

⁶⁸ Nordlund, B., "ALL PRICE NO VALUE?"

⁶⁹ Hultgren, M., & Karlsson, C., "Värdering till verkligt värde - En studie om hur IFRS 13 påverkar värderingen av förvaltningsfastigheter"

7. Källförteckning:

Berk, J. & P. DeMarzo., "*Corporate finance*", 2. ed., global ed., Boston, Mass., Pearson Education, Inc. as Prentice Hall, 2011

BroGripen AB, "*Brogripen*", 2012
<http://www.brogripen.se/> (Hämtad 2012-04-05)

BroGripen AB, "*Brogripen AB - Kvartalsrapport 4 2011*", Stockholm, BroGripen AB, 2012
http://www.brogripen.se/media/kvartalsrapport_4_2011_brogripen_ab_ny.pdf

Castellum AB, "*Castellum - Årsredovisning 2011*", Göteborg, Castellum AB, 2012
http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2011/Svensk/castellum_ar_2011/castellum-filer/pdf/Arsredovisning_2011.pdf

DTZ, "*Om DTZ*", 2011
http://www.dtz.com/Sweden/Who_we_are?vgnLocale=sv_SE (Hämtad 2012-04-05)

FAR Förlag (red), "*Internationell redovisningsstandard i Sverige - IFRS/IAS 2005*", 2:a uppl., Stockholm, Far Förlag AB, 2005

Fastighets AB Balder, "*Balder – Årsredovisning 2011*", Göteborg, Fastighets AB Balder, 2012
http://www.balder.se/media/34930/balder_2011_sv.pdf

FastPartner AB, "*Finansiell information*", 2012
<http://fastpartner.se/> (Hämtad 2012-02-12)

Forum Fastighetsekonomi AB, "*Forum Fastighetsekonomi AB*", 2009
<http://www.fferum.se/forum-fastighetsekonomi.aspx> (Hämtad 2012-04-05)

Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., Eichholtz, P., "*Commercial Real Estate - Analysis & Investments*", 2. ed., international student ed., Mason, Ohio, Thomson South-Western, 2007

HEBA Fastighets AB, "*HEBA Fastighets AB – Årsredovisning 2011*", Stockholm, HEBA Fastighets AB, 2012

<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/19/0C/F5/wkr0001.pdf>

Hufvudstaden, "Hufvudstaden - Årsredovisning 2011", Stockholm, Hufvudstaden AB, 2012

<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/18/6E/26/wkr0001.pdf>

Hufvudstaden, "*Vision & Affärsidé*"

http://www.hufvudstaden.se/Om_Hufvudstaden/omHufvudstaden1/Affarsplan/Vision/

(Hämtad 2012-04-05)

Hultgren, M., & Karlsson, C., "Värdering till verkligt värde - *En studie om hur IFRS 13 påverkar värderingen av förvaltningsfastigheter*", B.Sc., Göteborgs Universitet - Handelshögskolan, Göteborg, Göteborgs Universitet, 2012

IASB, "IFRS 13 Fair Value Measurement - *Project Summary and Feedback Statement, May 2011*", London, UK, IASB, 2011

http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/04E9F096-B1F8-410A-B1E9-2E61003BADFA/0/FairValueMeasurementFeedbackstatement_May2011.pdf

IFRS Foundation, "*About the IFRS Foundation and the IASB*", 2012

<http://www.ifrs.org/The+organisation/IASCF+and+IASB.htm> (Hämtad 2012-02-22)

IFRS Foundation, "*Fair Value Measurement*", 21 nov 2011

<http://www.ifrs.org/Current+Projects/IASB+Projects/Fair+Value+Measurement/Fair+Value+Measurement.htm> (Hämtad 2012-02-25)

King, A. M., "Determining Fair Value", *Strategic Finance*, Vol. 90 /No. 7, 2009, p 27-32

Lind, H., & Persson, E., "12 Fastighetsmarknad och marknadsanalys" i *Fastighetsekonisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, 9., rev. och utök. utg., Stockholm, Fastighetsnytt Förlags AB, 2005

Malmqvist, P, "Accounting problems in equity valuations - *Course 738*", Seminar notes, Stockholm, HHS, 2012

Nordlund, B., "ALL PRICE NO VALUE?", *EPRA NEWS*, no. 33, 2010, p 22-25

http://www.epra.com/media/EPRA_News_-_Jan_2010.pdf

Patel, R. & Davidson, B., "*Forskningsmetodikens grunder - Att Planera, Genomföra Och Rapportera En Undersökning*", 4., [uppdaterade] uppl., Lund, Studentlitteratur AB, 2011

Persson, E., "18 Fastighetsvärdering" i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt – Fastighetsnomenklatur*, 9., rev. och utök. utg., Stockholm, Fastighetsnytt Förlags AB, 2005

TEGoVA, "*About TEGoVA*", 2005

<http://www.tegova.org/en/p48e32a519bec9> (Hämtad 2012-04-10)

UGL Limited, "*Welcome from the Managing Director and CEO*", 2012

<http://www.ugllimited.com/index.php> (Hämtad 2012-04-05)

UGL Services and DTZ, "*UGL Services and DTZ combined are the emerging leader in global property services*", 2012

<http://dtz-ugl.com/> (Hämtad 2012-04-05)

White, G. I., Sondhi, A. C. & Fried, D., "*The Analysis and use of Financial Statements*", 3. ed., New York, USA, John Wiley & Sons, inc., 2003

Personlig kommunikation

Wikare, Bo; Chef affärsområde Stockholm östra city, Hufvudstaden, Huvudkontoret i Stockholm, Personlig intervju 2012-02-23

Stenback, Magnus; Fastighetsvärderare, Forum Fastighetsekonomi AB, Huvudkontoret i Stockholm, Personlig intervju 2012-02-28

Tångstedt, Fredrik; Associate Director - Valuation, DTZ, Huvudkontoret i Stockholm,
Personlig intervju 2012-03-02

Sundberg, Joakim; Chefskontroller, SSF Real Estate/ BroGripen AB, Huvudkontoret i
Stockholm, Personlig intervju 2012-03-09

Danielsson, Ulrika; Ekonomidirektör, Castellum, Telefonintervju 2012-04-23

Gustafsson, Stefan; områdesansvarig kommersiella fastigheter Stockholm, Fastighets AB Balder,
Telefonintervju 2012-04-25