

VÄRDERING BAKOM LYCKTA DÖRRAR

**En studie av hur aktörer på den svenska fastighetsmarknaden beaktar
orealiserade värdeförändringar**

AXEL GERMUNDSON

ISAK SUNDQUIST

Bachelor Thesis

Stockholm School of Economics

2020

Värdering Bakom Lyckta Dörrar – En studie av hur aktörer på den svenska fastighetsmarknaden beaktar orealiserade värdeförändringar av fastigheter

Abstract:

During the last two decades, the Swedish real estate market has gained significant interest among investors and it is now one of the most popular and discussed investment sectors. The Swedish real estate industry has been subject to significant value growth. Investment property values have increased as a result of declining interest rates and facilitated access to the capital market.

Following the value tremendous growth in the real estate market, unrealized gains and losses due to property revaluation has gained considerable attention. Difficulties related to determining the fair value of investment property has been widely discussed and analyzed in prior studies. This thesis aims to explain how actors in the Swedish real estate market cope with these difficulties. Eight interviews have been carried out with different actors of the Swedish real estate market to gain insight into how they perceive the relevance of unrealized gains and losses. The results show that actors are aware of the difficulties related to fair value accounting of investment property and that they have developed different strategies to assess the relevance of the reported values. We argue that while reported fair values are relevant and reliable in a stable market, actors find alternative ways to drain the market for information to find reliability in times of uncertainty.

Key words: Real estate, Valuation, Fair value, Investment property

Authors: Axel Germundson (23973) and Isak Sundquist (23787)

Tutor: Gustav Johed, Visiting Researcher, Department Accounting

Examiner: Katerina Hellström, Assistant Professor, Department of Accounting

Acknowledgements: *Gustav Johed för värdefull handledning. Albin Sandberg, Anders Almqvist, Bengt Claesson, Bo Nordlund, David Dahlgren, Johan Edberg, Stefan Andersson och Urban Håkansson för att ni tog er tiden och bidrog med kunskap till vår studie.*

Bachelor Thesis in Accounting

Bachelor Program in Business and Economics Stockholm School of Economics

© Axel Germundson and Isak Sundquist, 2020

Innehållsförteckning

1. Introduktion.....	5
2. Bakgrund.....	2
2.1 IFRS 13 och IAS 40	2
2.2 Fastighetsvärdering i praktiken	3
2.2.1 Ortsprismetoden.....	4
2.2.2 Nettokapitaliseringsmetoden	4
2.2.3 Räntabilitets- och kassaflödesmetoder	5
2.4 Fastighetsfinansiering.....	5
2.4.1 Kreditinstitut.....	5
2.4.2 Obligationer	6
2.4.3 Aktier	7
3. Teoretisk Referensram	7
3.1 Jan Marton et. al., Grundläggande redovisningsteori.....	8
3.1.1 Syftet med redovisning	8
3.1.2 Relevans och korrekt återgivande.....	8
3.2 Richard G. Barker's teori för informationsflöden	9
4. Tidigare forskning.....	11
5. Metod	15
5.1 Avgränsning	16
5.2 Respondent.....	16
5.3 Intervjumall	17
6. Resultat och Empiri.....	17
6.1 Doktor.....	18
6.1.1 Att titta på vid analys av fastighetsbolag.....	18
6.1.2 Orealiserade värdeförändringar	18
6.1.3 Direktavkastningskravet	18
6.1.4 Spelrum att styra orealiserade värdeförändringar.....	19
6.1.5 Svårigheter vid fastighetsvärdering.....	19
6.2 Analytiker.....	20
6.2.1 Att titta på vid analys av fastighetsbolag.....	20
6.2.2 Direktavkastningskravet	21
6.2.3 Tankegångar kring orealiserade värdeförändringar.....	21
6.2.4 Tillförlitlighet i redovisade fastighetsvärden.....	23
6.2.5 Spelrum att styra orealiserade värdeförändringar.....	24
6.3 Kreditgivare.....	24

6.3.1	Analys inför finansiering av fastighetsbolag	25
6.3.2	Kreditratingsystem.....	25
6.3.3	Bankens syn på refinansiering, värdeuppgångar och belåningsgraden	26
6.3.4	Substans i värdeförändringarna och bankens värdering	26
6.3.5	Vissa bolag mer aggressiva än andra?	27
6.3.6	Spelrum – bias i värderingarna - starka beställare på konkurrensutsatt marknad	27
6.4	Värderare	28
6.4.1	Att titta på vid värdering av fastigheter	28
6.4.2	Informationsmarknaden.....	29
6.4.3	Substans och tillförlitlighet i redovisade fastighetsvärden	29
6.5	Fastighetsbolag.....	29
6.5.1	Värdeförändringar av fastigheter.....	30
6.5.2	Värdering av fastigheter	30
6.5.3	Risker med uppvärdering.....	30
7.	Analys	30
7.1	Aktörers beaktning av relevans på bekostnad av korrekt återgivande och analytikers filtrering av information	31
7.2	Aktörers beaktning av verifierbarhet i relation till väsentlighet	32
7.3	Informationsmarknaden	34
7.4	Strategiska informationsmässiga relationer	35
8.	Framtida forskning och slutsats	36
8.1	Framtida forskning	36
8.2	Implikationer av resultaten och slutsats	36
9.	Referenser	38
9.1	Litteratur.....	38
9.2	Intervjuer	40
10.	Appendix.....	41
10.1	Intervjuformulär	41
10.1.1	Fastighetsföretag.....	41
10.1.2	Kreditgivare	41
10.1.3	Värderare	42
10.1.4	Analytiker	43
10.1.5	Doktor.....	43

1. Introduktion

Fastighetsmarknaden i Sverige har under senare år gått från att vara relativt lågt ansedd till att bli en av de mest omdiskuterade och omdebatterade. Den svenska fastighetsmarknaden har upplevt avsevärd tillväxt; mindre företag i början av 2000-talet som Balder och Sagax är nu några av Stockholmsbörsens jättar. Fastighetsbranschen har på senare år karaktäriserats av sjunkande räntor. Räntenivån har följts av sänkta direktavkastningskrav som inneburit ständigt stigande fastighetsvärden (Svefa, 2019). Under IFRS 13 och IAS 40 redovisas värdeförändringar av fastigheter som realiserade eller orealiserade i balans- och resultaträkningar hos fastighetsägande företag. Orealiserade värdeförändringar i synnerhet har skapat stor debatt, mycket till följd av de ofta nödvändiga subjektiva antagandena som ligger till grund för fastighetsvärdering.

Fastighetsvärdering är komplext; mängden subjektiva underliggande antaganden och därmed säkerheten i värderingarna är en följd av den aktuella informationstillgängligheten på marknaden. Danbolt, J. och Rees, W. undersökte 2008 hur regelverket tillåter kontroversiella fastighetsvärderingar som kan vara både missvisande och manipulerande. Vidare undersökte Tomas Neumüller 2013 hur opportunistiskt beteende stimuleras till följd av den diskretion som utövas vid rapportering av underliggande antaganden som ligger till grund för fastighetsvärdering. Tidigare forskning som återges i denna studie har behandlat fenomenet kvantitativt. Dessa studier har analyserat stora mängder data vilket följaktligen givit en bred och översiktlig förståelse för problematiken vid fastighetsvärdering och redovisning till verkligt värde. Tidigare forskning har dock inte inkluderat hur risk för subjektivitet vid fastighetsvärdering behandlas av aktörer i branschen. Denna studie syftar till att komplettera tidigare kvantitativ forskning genom att bidra med en djupare förståelse för hur svårigheterna med orealiserade värdeförändringar beaktas i praktiken av aktörer inom fastighetsbranschen. Åtta djupgående intervjuer har genomförts med analytiker, kreditgivare, fastighetsbolag, värderare och en doktor inom fastighetsredovisning för att förstå hur dessa aktörer behandlar redovisningsfenomenet inför beslutsfattande. Följaktligen ämnar studien besvara följande frågeställning:

Vad har orealiserade värdeförändringar av fastigheter för betydelse för aktörer inom fastighetsbranschens olika sektorer?

2. Bakgrund

Följande sektion utgör en genomgång av bakgrundsinformation som är nödvändig för att skapa förståelse för ämnet orealiserade värdeökningar. Nedan redogörs för bestämmelser och redovisningsprinciper under IFRS 13 och IAS 40 som gäller vid redovisning av fastigheter till verkligt värde. Därefter följer en genomgång av standardiserade modeller, alltså de verktyg som används för att uppnå relevans vid värdering av fastigheter. Penningpolitisk stimulans och diversifierad finansiering har drivit upp fastighetsvärden (Svefa, 2019), därav är det även essentiellt att ha en uppfattning om fastighetsbolags finansieringsalternativ för att förstå förändringar av fastighetsvärden.

2.1 IFRS 13 och IAS 40

I syfte att förstå konceptet av orealiserade värdeförändringar krävs kunskap om hur regelverken behandlar fastighetsredovisning. Denna sektion utgör en genomgång av relevanta bestämmelser inom regelverket som är hänförliga till orealiserade värdeförändringar av fastigheter.

Det bör även belysas att terminologin orealiserade värdeförändringar hör hemma i en anskaffningsbaserad värderedovisning. Den formellt riktiga terminologin är ”omvärderade vinster” eller ”omvärderade förluster”. Då redovisningsfenomenet refereras till som orealiserade värdeförändringar i finansiella rapporter samt i dagliga samtal mellan aktörer i branschen kommer terminologin orealiserade värdeförändringar att användas genom denna studie.

International Accounting Standard 40 (IAS 40) reglerar redovisning av fastigheter. Det huvudsakliga syftet med regleringen är att verkligt värde av fastigheter ska uppges i balansräkningen eller i noter. Enligt IAS 40.30 tillåts företag redovisa fastigheter till verkligt värde eller enligt kostnadsmodellen (anskaffningsvärde) som redovisningsprincip. Om redovisning av en fastighet sker till verkligt värde ska samtliga av företagets fastigheter redovisas till verkligt värde i företagets balansräkning (IAS 40.33). Vinst eller förlust till följd av förändring av fastigheters värde redovisas som resultat för den perioden under vilken de uppstår (IAS 40.35).

Vidare ges det mest korrekta verkliga värdet enligt IAS 40.45 genom jämförelse av aktuella priser på en aktiv marknad för liknande fastigheter på samma plats och i samma skick. Om denna data inte finns tillgänglig kan alternativa metoder för att fastställa verkligt värde vara: (1) priser

på fastigheter av annan art eller på en annan plats, (2) senaste priser på liknande fastigheter på mindre aktiva marknader, eller (3) diskonterade kassaflödesprognoser baserade på tillförlitliga uppskattningar av framtida kassaflöden (IAS 40.46). Dessa kassaflöden bör stödjas av befintliga data, liksom aktuella marknadshyror för liknande fastigheter på samma plats och skick.

Diskonteringsräntor som används i beräkning av nuvärdet bör återspegla marknadens aktuella bedömning kring osäkerheten för mängden kassaflöden och tidpunkterna då dessa beräknas ske (IAS 40.46c).

Riktlinjer och vägledning för värdering av fastigheter till verkligt värde samt hur det ska redovisas har inkluderats i International Financial Reporting Standards 13 (IFRS 13) sedan början av 2013. IFRS 13 är ett regelverk som tillämpas när en annan standard kräver eller tillåter att tillgångar eller skulder värderas till verkligt värde. Värdering till verkligt värde definieras enligt IFRS 13 som ”det pris som skulle erhållas vid en försäljning av en tillgång eller den ersättning som skulle erläggas för att överföra en skuld i en normal transaktion mellan marknadsaktörer vid värderingstidpunkten” (Deloitte, 2013).

Fastighetsbestånd som redovisas till verkligt värde ska delas in i tre olika värderingskategorier och presenteras enligt dessa i årsredovisningen. Värderingshierarkin utgörs av tre nivåer, varav nivå ett avser tillgångar och skulder som är värderade genom fullt observerbara data; en värdering kan genomföras med hög säkerhet. Nivå två avser tillgångar och skulder som kan värderas med lägre säkerhet, genom data som är direkt eller indirekt observerbara. Nivå tre avser tillgångar och skulder som är värderade via icke observerbara data, vilket medför stor osäkerhet avseende tillgångens (eller förvaltningsfastighets) faktiska värde (Deloitte, 2013).

Följaktligen erhåller regelverket en tydlig referensram att förhålla sig till vid redovisning av fastigheter till verkligt värde. Fastighetsvärdering är dock väldigt informationskrävande och informationstillgängligheten varierar starkt i olika marknader. Därav kan redovisning av fastighetsvärden återfinnas på olika nivåer i värderingshierarkin.

2.2 Fastighetsvärdering i praktiken

För att förstå konceptet av realiserade värdet förändringar av fastigheter krävs även kunskap om hur värdering av fastigheter sker i praktiken. Nedan följer en genomgång av standardiserade värderingsmodeller som används som verktyg för att uppnå relevans vid redovisning av fastigheter till verkligt värde.

Fastighetsvärdering sker generellt enligt tre olika värderingsmetoder: ortsprismetoder, värdering baserat på framtida kassaflöden och produktionskostnadsmetoder. Vilken metod som används baseras på tillgängliga data, men även personliga preferenser och tradition har en betydande roll. De olika metoderna är mer eller mindre lämpade beroende på tillgång till information samt i vilket syfte värderingen genomförs. Vanligtvis används flera metoder till att värdera samma objekt för att erhålla en mer tillförlitlig värdering. De metoder som används i störst utsträckning bland svenska fastighetsbolag är ortsprismetoden och kassaflödesbaserade värderingsmetoder (Fastighetsnomenklatur, 2015). Nedan följer en genomgång av de vanligast förekommande värderingsmetoderna vid fastighetsvärdering.

2.2.1 Ortsprismetoden

Ortsprismetoden vid värdering av fastigheter är den till synes den simplaste värderingsmetoden. Värderingen baseras på marknadsanalyser av transaktioner av likvärdiga fastigheter. Vid värdering enligt ortsprismetoden är tillgång till transaktionsdata avgörande för att genomföra värderingen korrekt. Metoden kräver ett flertal observationer av transaktioner med likvärdiga fastigheter. Brist på relevant transaktionsdata kan bidra till ett missvisande resultat. En tillförlitlig värdebedömning enligt ortsprismetoden kräver därav att flertalet likvärdiga transaktioner har skett samt att värderaren har tillgång till information om dessa (Fastighetsnomenklatur, 2015).

Fastighetsvärdering enligt ortsprismetoden har två tillvägagångssätt; direkt och indirekt. Direkt metod baseras på faktiska transaktionsdata av jämförbara fastigheter. Marknaden definieras, jämförbara transaktioner identifieras, risk och osäkerhet bedöms. Indirekt värdering enligt ortsprismetoden genomförs genom analys av relevanta jämförbara nyckeltal. De vanligaste nyckeltalen att jämföra är kvadratmeterpris eller direktavkastningskrav (Fastighetsnomenklatur, 2015).

2.2.2 Nettokapitaliseringsmetoden

Nettokapitaliseringsmetoden ingår i den direkta ortsprismetoden. Ett driftnetto (kan likställas med företags rörelseresultat före räntor, skatter, avskrivningar och nedskrivningar) som motsvarar vad den särskilda fastigheten genererar för vinst på ett år, bortsett kapitalstruktur, räknas fram genom att ta hyresintäkter minus direkta fastighetsrelaterade kostnader. Driftnettot divideras med en nettokapitaliseringsprocent eller ett direktavkastningskrav för att få fram fastighetens totala värde (Fastighetsnomenklatur, 2015).

För att ta fram data om närliggande transaktioner divideras driftnettot för särskilda fastigheter med köpeskillingen. Detta för att erhålla ett marknadsmässigt direktavkastningskrav som är jämförbart med det som bör föreligga vid den aktuella värderingen. Vanligtvis räknas ett genomsnittligt direktavkastningskrav fram av likvärdiga objekt i likvärdiga geografiska lägen (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

2.2.3 Räntabilitets- och kassaflödesmetoder

Räntabilitets- och kassaflödesmetoder vid värdering av fastigheter är nusummeberäkningar av årliga driftnetton under en bestämd period och ett diskonterat residualvärde vid kalkylperiodens slut. Denna metod kan likställas med en diskonterad kassaflödesanalys beräknad för en investering, där den enda kostnaden är den årliga som är direkt hänförlig till fastigheten. Den normala kalkylperioden är vanligtvis mellan fem och femton år (Fastighetsnomenklatur, 2015). Diskonteringsräntan som används vid en kassaflödesvärdering av fastigheter är summan av det aktuella direktavkastningskravet och inflationen/tillväxten.

Lind (2004) menar att kassaflödesmetoden är den bästa metoden vid värdering av kommersiella fastigheter eftersom denna metod tar hänsyn till ett flertal faktorer i värdebedömningen. Hänsyn tas till intäkter, utgifter, direktavkastningskrav och inflation. Även bedömning av vakansgrad och marknadshyror kan återspeglas i direktavkastningskravet.

2.4 Fastighetsfinansiering

Som tidigare nämnt har penningpolitisk stimulans och diversifierad finansiering har drivit upp fastighetsvärden hos svenska fastighetsbolag. Därav krävs en bild av fastighetsbolags kapitalstruktur för att ytterligare förstå de värdeökningar som präglar den svenska fastighetsmarknaden på senare tid. Vidare är kreditgivare en av de aktörer som intervjuas i denna studie. En förståelse för fastighetsbolags kapitalstruktur bidrar till att förstå vilken relation kreditgivare har till redovisning av orealiserade värdeförändringar av fastigheter. Nedan följer en genomgång av de finansieringsalternativ som är vanliga för fastighetsfinansiering i den svenska fastighetsbranschen.

2.4.1 Kreditinstitut

Historiskt har finansiering främst skett genom lån från kreditinstitut. Generellt har finansiering skett genom svenska banker, men på senare år har det även skett via internationella kreditinstitut. Detta till följd av att utländska aktörer sett den svenska fastighetsmarknaden som attraktiv. Krediter till svenska fastighetsbolag utgör en betydande del av svenska bankers utlåning

(Finansinspektionen, 2020). Traditionell kreditgivning innebär att banken upplåter en bestämd kredit till det fastighetsägande bolaget, vanligtvis med pantbrev i fastigheten och/eller med moderbolagsborgen (Fastighetsnomenklatur, 2015).

Det finns ett flertal säkerheter som banken kan kräva för att bevilja belåning av fastigheter. Säkerhet för kreditbeviljande till fastighetsägande bolag ges generellt i den eller de fastigheter som krediten berör (Fastighetsnomenklatur, 2015). Den mest förekommande säkerheten ges i form av pantbrev. Det fastighetsägande bolaget överlåter då ett pantbrev till kreditgivaren i samband med att kreditavtalet tecknas. Pantbrevets syfte är att ge kreditgivaren företräde till ersättning vid eventuellt avyttrande av fastigheten. Andra vanligt förekommande säkerheter är skuldebrev, aktier och företagsinteckningar (Finansinspektionen, 2020). Vid stora fastighetstransaktioner som ofta utgörs av fastighetsportföljer är det vanligast att säkerhet ges i form av aktier eller skuldebrev (Finansinspektionen, 2020). Anledningen till detta är de stora avgifter som tas vid upptecknande av pantbrev, vanligtvis motsvarande 2% av det underliggande fastighetsvärdet. Krediter ges ofta en fast löptid.

Vid stora transaktioner kan lånevolymen vara så stor att en enskild kreditgivare inte vill ansvara för risken ensam. Till följd av detta använder sig banker i sådana typer av transaktioner av lånesyndikering. Detta innebär att ett flertal kreditgivare delar på låneavtalet (Swedbank, 2017). Riskens fördelning baseras på hur stor andel av låneavtalet respektive bank innehar. Samtliga kreditgivare har vid lånesyndikering samma förmånsrättsliga värde (Swedbank, 2017).

2.4.2 Obligationer

Obligationer är, likt traditionella banklån, räntebärande skulder. Företag säljer obligationer på obligationsmarknaden. Obligationer köps av andra aktörer som lånar ut pengar till det företag som säljer obligationen (Visma, 2018). Obligationer har ökat i popularitet, i synnerhet vid större fastighetsaffärer (Fastighetsnomenklatur, 2015).

Obligationslån har vanligtvis en löptid om 5 år och en i förväg avtalad ränta. Det finns två kategorier av obligationer; säkerställda och icke-säkerställda. För säkerställda obligationer ges säkerhet likt vad som ges till kreditinstitut, obligationen säkerställs då med pantbrev eller pantsatta aktier. Säkerställda obligationer har därav lägre risk för köparen av obligationen.

Vidare finns det även gröna obligationer. Gröna obligationer grundar sig i samma finansiella villkor som banklån och andra obligationer, med skillnaden att projekt som finansieras av dessa

typer av obligationer ska vara en grön investering (SEB, 2017). Ett exempel på en grön investering är en nyproducerad fastighet med förnyelsebar energi. Syftet med gröna obligationer är att öka investeringsviljan i hållbara projekt och fastigheter (SEB, 2017).

2.4.3 Aktier

I företag finns i många fall olika typer av aktier som innehar olika värden. Aktier med röstvärden benämns vanligtvis A- och B-aktier, varav A-aktier har högre röstvärde än B-aktier. Stam- och preferensaktier relaterar till bolagets utdelning och tillgångar, varav preferensaktier har högre förmånsrätt vid utdelning eller konkurs (Prytz & Tamm, 1995). Stamaktien är den vanligast förekommande aktien att ges ut vid börsintroduktioner. Stamaktier ger ingen rätt till den utdelning som företaget väljer att dela ut från sitt överskott. Svenska preferensaktiers rösträtt är ofta begränsad, därav behåller stamaktieägarna en större del av sin kontroll på bolaget än om företaget emitterat stamkapital. Stamaktien har till skillnad från preferensaktien inte rätt till en förutbestämd utdelning om utdelning ska ske till stamaktieägarna (Prytz & Tamm, 1995).

Ovan redogörelse för regelverket, fastighetsvärdering och vilka alternativ som finns för fastighetsfinansiering på den svenska fastighetsmarknaden bidrar med en grundläggande kunskapsbas för att förstå konceptet av orealiserade värdeförändringar. Nedan sektion utgör en genomgång av den teoretiska referensram som ligger till grund för studien.

3. Teoretisk Referensram

Studien behandlar hur de orealiserade värdeförändringar som följer av redovisning av fastigheter till verkligt värde tolkas och behandlas av aktörer i den svenska fastighetsbranschen. Den teoretiska referensram som används som grund för studien är litteratur av Jan Marton, Niklas Sandell och Anna-Karin Stockenstrand (2016) samt en fördjupad teori för informationsmarknaden av Richard G. Barker (1998). Den förstnämnda litteraturen får anses förhållandevis grundläggande och används för att analysera huruvida orealiserade värdeförändringar av fastigheter uppfyller redovisningens huvudsakliga målsättning och syfte. Richard G. Barker's teori om informationsmarknaden är mer djupgående. Teorin presenteras i syfte att kunna genomföra en djupare analys av hur olika aktörer i den svenska fastighetsbranschen beaktar orealiserade värdeförändringar av fastigheter. Nedan redogörs för teorierna samt hur de relaterar till studiens ämne.

3.1 Jan Marton et. al., Grundläggande redovisningsteori

3.1.1 Syftet med redovisning

Enligt Jan Marton, Niklas Sandell och Anna-Karin Sockenstrand (2016) utgör redovisning det främsta medlet för organisationer att kommunicera deras prestation till omvärlden. Redovisning används som beslutsunderlag av företag likväl som externa rapportanvändare och kan generera stora ekonomiska konsekvenser. Det primära syftet med extern redovisning är att överbrygga informationsasymmetrin mellan bolagen och externa intressenter (Jan Marton et.al. 2016). Därav blir diskussionen huruvida redovisning av fastigheters orealiserade värdeförändringar bidrar till att överbrygga informationsasymmetri för aktörer på den svenska fastighetsmarknaden.

3.1.2 Relevans och korrekt återgivande

Marton et. al. beskriver redovisningens målsättning som att den ska uppfylla två kvalitativa egenskaper; relevans och korrekt återgivande. Redovisningsinnehållet ska beskrivas på ett sådant sätt att rapportanvändaren har möjlighet att förstå och använda informationen. Därmed begränsas inte frågan endast till hur fastighetsvärderingar utförs, utan även vilken övrig information rapportanvändaren behöver för att förstå värderingsutfallet. Följaktligen innebär detta enligt Marton et. al. att rapportanvändarna i fastighetsbranschen ska ha tillgång till eventuella subjektiva antaganden som ligger till grund för fastighetsvärden. Nedan följer en genomgång av de principer som är relevanta och används för att uppnå redovisningens målsättning (Marton et. al. 2016).

Relevansprincipen anses vara en av de mest grundläggande och innebär att redovisningen ska kunna användas som beslutsunderlag av rapportens mottagare. Vad som är relevant i redovisning av orealiserade värdeförändringar av fastigheter beror på vad den ska användas till och vem som är mottagare. Marton et. al. definierar investerare på kapitalmarknaden som den primära användaren av redovisning. Teori av Katherine Schipper (1991) definierar analytiker som de främsta användarna av finansiell information och att analytiker kan ses som en representativ grupp till vilka finansiella rapporter bör riktas. De primära mottagarna som analyseras i denna studie är analytiker och kreditgivare. I denna studie analyseras hur ett flertal aktörer med anknytning till fastighetsvärdering beaktar relevansen i fastigheters orealiserade värdeförändringar.

Objektivitet och korrekt återgivande innebär enligt Marton et. al. samma sak. Redovisning av fastighetsvärden ska vara objektiv och inte präglas av företags subjektiva bedömningar eller

önskemål. Principen om verifierbarhet är nära sammankopplad med korrekt återgivande och innebär att det ska finnas objektiva underlag vid värdering av fastigheter. Enligt Marton et. al. är det fördelaktigt för relevansen att tillåta bedömningar från företagsledningen i redovisning. Bedömningar kan dock leda till stor osäkerhet i redovisning i fall av bristfällig verifierbarhet; avvägningen mellan relevans och objektivitet utgör en central fråga i redovisning (Marton et. al. 2016). Således har redovisning av fastigheter till verkligt värde hög relevans för rapportanvändarna i de fall bedömningar kan göras med förhållandevis god säkerhet och verifierbarhet. I de fall verifierbarheten är låg erhålls dock relevans på bekostnad av principen om korrekt återgivande. Studien ämnar besvara hur uppoffringen av korrekt återgivande till förmån för högre relevans tas i beaktning inför beslutsfattande av diverse aktörer på den svenska fastighetsmarknaden.

Vidare beskriver Marton et. al. principen om väsentlighet. Innebörden av väsentlighet är att den information som kan påverka rapportanvändarnas beslutsfattande ska anses väsentlig och inkluderas i redovisningen. Vid redovisning av fastigheter till verkligt värde har mindre förändringar av underliggande antaganden (exempelvis direktavkastningskrav) stora effekter på bolagets balans- och resultaträkning. Därav är de underliggande antagandena bakom fastighetsvärderingar högst väsentliga, i synnerhet i de fall då värdebedömningar är osäkra. Således studeras hur aktörer på den svenska fastighetsmarknaden agerar i fall av bristande väsentlighet i fastighetsbolags redovisning av orealiserade värdeförändringar.

3.2 Richard G. Barker's teori för informationsflöden

En mer avancerad och fördjupad teori för informationsmarknaden togs fram av Richard G. Barker (1998). Teorin är deriverad från en i huvudsak intervjubaserad empirisk analys av ekonomiska incitament hos finansdirektörer (finance directors), analytiker och fondförvaltare. Teorin består av två komponenter, varav den första argumenterar varför direkt dataflöde från företag är av högre relevans för fondförvaltare än processade data genererade av analytiker. Den andra komponenten beskriver analytikers viktiga roll i informationsmarknaden, som mekanismer för informationseffektivitet och tillhandahållare av riktmärken vid värdering. Teorin som utvecklats av Barker används för att bygga vidare på redovisningens grundläggande principer och analysera hur orealiserade värdeförändringar av fastigheter och information kring dessa behandlas av aktörer på den svenska fastighetsmarknaden. Nedan följer en djupare genomgång

av teorins två komponenter samt deras teoretiska implikationer för fenomenet orealiserade värdeförändringar.

Richard G. Barker's (1998) teori för informationsmarknadens första komponent belyser hur ett direkt dataflöde från företag är av betydligt högre relevans än marknaden för finansiell analys. Detta är en följd av gemensamma intressen hos fondförvaltare och finansdirektörer i en stabil, välinformerad marknad. Det gemensamma intresset leder till strategiska informationsbaserade relationer i vilka finansdirektörer frivilligt stöder fondförvaltarna med information. Studien ämnar relatera denna komponent till den svenska fastighetsmarknaden. I en stabil och välinformerad marknad bör fastighetsbolag rapportera generöst med information till andra aktörer. De rapporterade värdena ska vidare vara av hög relevans för aktörerna. Fastighetsägare och kreditgivare har vidare naturliga incitament som innebär ett gemensamt intresse för att de fastigheter som de äger eller finansierar ska öka i värde.

Den andra komponenten av teorin söker förklara analytikerns roll på informationsmarknaden. Analytiker responderar snabbt till nyheter, ser kontakt med företag som en möjlighet att introducera värdefull information till marknaden, och säljer deras tolkning av informationen till marknaden så snabbt och brett som möjligt. Kort beskrivet av Barker är analytiker *"mechanisms of stock market information efficiency, and they serve to continually update the fund managers' evaluation of both their existing portfolio and of prospective investments"* (Barker, 1998).

Analytikerns roll är kopplad till deras egna och fondförvaltares föreställning att analytiker inte endast är återgivare av tillgänglig information, utan även filtrerar bred information och tillgängliggör det som är av faktisk relevans. Publikationen av värderingsparametrar utgör ett riktmärke för fondförvaltare med vilket de kan testa privat information, vilket är essentiellt för relativ minimering av risk och prospektering (Barker, 1998). Därav analyseras i denna studie hur analytiker tar in, filtrerar och analyserar rapporterade orealiserade värdeförändringar, samt hur de lyfter fram relevansen i dessa.

Barker's teorins två komponenter har naturliga implikationer för redovisningsforskning. De kongruenta ekonomiska incitamenten hos finansdirektörer och fondförvaltare stöttar ett system av effektiv kommunikation bakom stängda dörrar. Privata möten mellan fondförvaltare och företagsledningar kringgår effektivt den allmänt tillgängliga informationen och är av central betydelse för aktiepriser. Relevansen av detta informationsflöde är väldigt hög. Med grund i

denna teori analyseras om och hur informationsflödet rörande orealiserade värdedeförändringar sker mellan de olika aktörerna.

4. Tidigare forskning

Tidigare forskning besvarar inte hur aktörer i den svenska fastighetsbranschen beaktar problematiken som är förenlig med orealiserade värdedeförändringar. Däremot bidrar tidigare forskning med en bred förståelse för problematikens karaktär. Kunskap om vilka svårigheter som uppstår i samband med redovisning av orealiserade värdedeförändringar av fastigheter är essentiell för att studera på vilket sätt och till vilken grad aktörer på den svenska fastighetsmarknaden beaktar dessa. Genom denna sektion presenteras och diskuteras tidigare forskning om svårigheter till följd av orealiserade värdedeförändringar av fastigheter.

KA Muller, EJ Riedl och T Sellhorn (2008) undersöker i deras rapport “Consequences of voluntary and mandatory fair value accounting: Evidence surrounding IFRS adoption in the EU real estate industry” hur införandet av IFRS-redovisning påverkat företagen och deras intressenter. Författarna påvisar hur det rådde stor variation i redovisningen av kommersiella fastigheter före IAS 40. Bolagen nyttjade varierande redovisningsmetoder. Fastigheter togs vanligtvis upp i balansräkningen till verkligt värde eller till anskaffningsvärde; i vissa fall med fotnoter som illustrerade det verkliga värdet. Rapporten undersöker fastighetsbolag vars affärsmodell involverar att förvärva och förvalta fastigheter och genom försäljning, uthyrning eller andra värdeskapande strategier generera vinst. Författarna finner bevis på att det råder hög efterfrågan hos investerare på att företags tillgångars verkliga värde kommuniceras i de finansiella rapporterna. För fastighetsbolag i synnerhet finner författarna att redovisning under IAS 40 genererar ökad informationstransparens, och att fastighetsbolag som inte redovisar fastigheterna till verkligt värde generellt erhåller en högre grad av informationsasymmetri. Sammanfattningsvis påvisas att IFRS förbättrar informationstransparensen men jämnar inte nödvändigtvis ut spelplanen för samtliga informationsflöden. En lägre nivå av informationssymmetri är förenlig med den externa redovisningens syfte och ökar därmed redovisnings relevans även om inga slutsatser dras om marknaden för information.

Danbolt, J. och Rees, W. (2008) bygger vidare på betydelsen av värdering till verkligt värde. I studien ”An experiment in fair value accounting: UK investment vehicles” jämförs IFRS och anskaffningsvärde (historic cost) med fokus på värderingsproblematik inom fastighetsbranschen.

Värdering inom fastighetsbranschen ställs mot värdering av "investment funds". Slutsatsen som dras är att fastighetsvärdering är mer abstrakt än andra värderingar, vilket leder till att trots den ökade informationstransparens som följer principbaserad redovisning till verkligt värde kan informationen likväl vara missvisande. Då fastighetsvärdering är mer abstrakt än värdering av andra tillgångsslag är värdena sannolikt i de högre nivåerna av värderingshierarkin. Värdering till verkligt värde ger ett mer relevant mått än anskaffningsvärde (historical cost) i balansräkningen, men enligt författarna bidrar det även till minskad betydelse av resultaträkningen till följd av svårbedömda orealiserade värdeförändringar (Danbolt et al, 2008), vilket speglar avvägningen mellan relevans och korrekt återgivande.

Danbolt, J. och Rees, W. menar att tillförlitligheten i fastighetsvärderingar är kontroversiella och att fenomenet potentiellt möjliggör missvisande värderingar och manipulation. Värderingar grundas i experters utlåtande baserat på transaktionsdata, förväntat kassaflöde och diskonteringsfaktor för tillgångar (fastigheter) med starkt varierande egenskaper. Vidare är värderare ofta anställda direkt eller indirekt av fastighetsbolagen, vilket potentiellt kan innebära att de är under inflytande av bolagens ledningsgrupper (Danbolt et al, 2008). Detta stämmer överens med vad Marton et. al. lyfter fram; att ökad relevans och transparens kan ske på bekostnad av korrekt återgivande när verifierbarheten är låg. Vidare noteras att, för fastighetsbolag, där värdering av verkligt värde anses mindre tillförlitlig än av andra tillgångsslag, tillämpas redovisningen av verkligt värde på ett sådant sätt att negativa resultat är osannolika att redovisas i större utsträckning. Betydligt färre negativa resultat observerades än förväntat, vilket bör ses som en varning för myndigheterna (Danbolt et al, 2008). I de fall då en fastighets verkliga värde anses tvetydigt, bör risken för partiskhet ställas mot relevansen av bolagets eventuella vinst.

Danbolt, J. och Rees, W. påpekar vidare att varför eller hur "earnings management" utförs inte har utvärderats närmare i studien och slutsatserna bör därav inte tolkas som bevis för förekomsten av "earnings management" inom fastighetsbolag. Dock påpekas att resultaten i studien överensstämmer med att styrning av verkligt värde sker för att motverka förluster eller minskade tillgångsvärden, detta framförallt när de verkliga värdena är tvetydiga för fastigheter. Enligt studien är verkliga värden relevanta för mottagarna av de finansiella rapporterna och i stor utsträckning opartiska i de fall då värdena ej är tvetydiga. I de fall då verifierbarheten är låg,

vilket är normalfallet för fastighetsbolag, minskar relevansen för rapporternas mottagare och risk för partisk redovisning ökar. (Danbolt et. al, 2008).

Singleton-Green (2007) listar tre betydande svårigheter med värdering av fastigheter till verkligt värde. Det första problemet är avsaknad av en aktiv marknad för fastighetstransaktioner inom vissa sektorer, vilket innebär att flertalet verkliga värden ej är verifierbara och därmed subjektiva och mindre tillförlitliga. Det andra problemet är att tillgång till information om transaktioner ofta är svårtillgänglig. Detta bristande informationsflöde tyder enligt Barker (1998) på att marknaden är instabil och ej välfungerande. Slutligen påpekar Singleton-Green problematiken i att den redovisade vinsten baseras på verkliga värden. Orealiserade värdet förändringar av det bokförda värdet generar volatilitet i resultatet vilket gör det svårare att förutspå (Singleton-Green, 2007).

Huruvida de verkliga värdena är tillförlitliga och till vilken grad de är relevanta är en återkommande oro för användare av de finansiella rapporterna. Även väl etablerade värderingsmodeller kan orsaka betydande variationer inom intervallet för rimliga beräkningar av verkligt värde för fastigheter. Även mindre förändringar i de underliggande antagandena för värderingsmodellerna kan ge betydande förändringar i resultatet (Wilson, 2001). I en stabil och välinformerad marknad med goda informationsflöden hade detta inte varit något större problem, dock är så inte alltid fallet på fastighetsmarknaden som ofta är av instabil karaktär. Information om vilka underliggande antaganden som gjorts är ofta svårtillgänglig och jämförelsevärde i andra fastighetstransaktioner vid fastighetsvärdering kan vara lågt. Även om företag inte har för avsikt att påverka resultatet genom hantering av redovisade "verkliga värden", så kan variationen i "verkligt värde" mellan företag minska jämförbarheten mellan företagen (Wilson, 2001). Denna problematik är sannolikt fortfarande aktuell då subjektiva underliggande antaganden ligger till grund för de rådande värderingsprinciperna och metoderna vid fastighetsvärdering.

I studien "Managing the fair value of investment property: Empirical evidence of earnings management in Swedish Real Estate av Tomas Neumüller" (2013) analyseras till vilken grad fastighetsvärdering är subjekt för "earnings management". Då företag ofta utövar diskretion och inte redovisar samtliga väsentliga antaganden vid värdering av dess tillgångar kan opportunistiskt beteende stimuleras (Ramanna & Watts, 2007). Ett incitament som lyfts fram för sådan manipulation är vinstmanipulation för att möta aktiemarknadens förväntningar (Burgstahler & Eames, 2006). Ramanna och Watts ifrågasätter relevansen av verkligt värde då

verkliga värden till viss del utnyttjas opportunistiskt av ledningar enligt agency theory (Ramanna & Watts, 2007).

En studie kring fastighetsvärdering i UK fann att externa värderare är konservativa, men att företagsledningen som äger fastigheterna ofta väljer aggressivare estimat för verkliga värden för att jämna ut eller förbättra resultatet (Richard Dietrich et al. 2000). Likt år 2000 finns i dagens marknad incitament för företagets ledning att prestera starka rapporter och öka värdet av företagets tillgångar, vilket skapar sannolikhet att det fenomen Richard Dietrich et al. beskriver är aktuellt än idag. Vidare belyser Richard Dietrich et. al. även oron för inflation av tillgångar i balansräkningen. Trots incitamenten att höja värdet av företagets tillgångar finns dock inga bevis för att sådan manipulation utövas. Förklarande variabler till att inflation av tillgångar i balansräkningen inte uppstår kan vara begränsningar i balansräkningen (Barton & Simko, 2002) och renommékostnader (Desai et al., 2006).

I studien ”Analyst coverage, market liquidity and disclosure quality: a study of fair-value disclosures by European real estate companies under IAS 40 and IFRS 13” av S Sundgren, J Mäki och A Somoza-López (2018) studeras till vilken grad företag efterlever väsentlighetsprincipen genom att redovisa sina värderingsmetoder och de signifikanta antagandena som ligger till grund vid värdering av en fastighet till verkligt värde under IAS 40 och IFRS 13 (S Sundgren et. al, 2018).

I avsaknad av trovärdig och tillförlitlig information finns risk att företag med varierande kvalitet på dess fastigheter värderas likvärdigt av analytiker och värderare till följd av att de inte efterlever väsentlighetsprincipen vid mer osäkra värderingar (Landsmann, 2007). Vidare föreskriver IFRS 13.93d att värderingar av verkligt värde som kategoriseras inom nivå 3, för dessa ska företaget “...tillhandahålla kvantitativ information om de signifikanta icke observerbara datapunkterna som användes vid värderingen av verkligt värde”. Författarna konstaterar att denna regel bör appliceras på fastighetsföretag och fastighetsvärderingar. Förvaltningsfastigheter handlas inte regelbundet vilket kan innebära en avsaknad av transaktionsdata och att betydande justeringar måste göras av de priser man observerar för att kunna fastställa verkliga värden på fastigheter. Vidare konstaterar författarna att detta då bör redovisas, (S Sundgren et. al, 2018) vilket stämmer överens med väsentlighetsprincipen som presenteras av Marton et. al.

Trots att IFRS 13 skärpt utrymmet för tolkning av redovisningsprinciperna har dessa inte eliminerats fullständigt. Exempelvis kräver regelverket att en känslighetsanalys av det verkliga värdet med hänsyn till förändringar i de underliggande icke observerbara datapunkterna redovisas endast om dessa icke observerbara datapunkter kan förväntas ha betydande inverkan på de verkliga värdena och därmed är väsentliga för rapportanvändarnas beslutsfattande. Denna formulering ger företagsledningen utrymme att definiera "betydande inverkan" (S Sundgren et. al, 2018).

Som tidigare nämnt har verkliga värden på nivå 3 inom IFRS värderingshierarki kritiserats för att vara känsliga för manipulation. Tillförlitlighetsoro ökar informationsasymmetrin, men en potentiellt förmildrande omständighet är när företag redovisar sina underliggande antaganden för värdering till verkligt värde så att dessa kan verifieras av investerare, analytiker och andra användare av de finansiella rapporter, vilket bör gälla på en fungerande informationsmarknad (Landsman, 2007).

Sammantaget finns en stark koppling mellan redovisningens kvalitet och omfattning och att informationsflödet är fungerande på marknaden. Tidigare forskning har påvisat att redovisning av fastigheter till verkligt värde ofta innefattar en avvägning mellan relevans och korrekt återgivande. Vidare påvisar tidigare forskning att efterfrågan på väsentlighet i rapporterna ökar men att den faktiska väsentligheten i redovisningen ofta sjunker i takt med verifierbarheten. Vad som återstår att undersöka är hur aktörer på marknaden beaktar dessa aspekter vid beslutsfattande.

5. Metod

Denna studie är av kvalitativ karaktär och ett flertal intervjuer med personer inom diverse roller i den svenska fastighetsbranschen har genomförts. Den primära motiveringen till att genomföra en kvalitativ studie är att uppsatsens syftar till att skapa förståelse för olika aktörers uppfattning om betydelsen av orealiserade värdeförändringar i fastighetsbranschen. För att besvara frågeställningen krävs en förståelse för uppfattningen och tankegångarna bland fastighetsbranschens olika aktörer, varför en kvalitativ studie är att föredra. Studien undersöker ett flertal aktörers beaktning av svårigheterna med orealiserade värdeförändringar då redovisning inte endast riktas mot en part. Vidare görs det även i syfte att studera huruvida det råder konsensus kring hantering av svårigheterna.

Kvalitativ metod lämpar sig främst i situationer där studier av individer, grupper, organisationer och sociala medier eller andra typer av fenomen används för att förstå det komplexa samspelet genom deltagarnas egna uppfattningar (Yin, 2009). Kvalitativ metod används särskilt för mer djupgående analyser av hur verkligheten fungerar och interagerar i specifika fall (Zainal, 2007). Då uppsatsen syftar till att få en diversifierad bild av olika aktörers beaktning av fenomenet anses valet att genomföra en kvalitativ studie stärkas ytterligare.

En betydande del av den tidigare forskning som genomförts har varit kvantitativa studier. En stor mängd data och översiktsskildringar har tidigare bidragit med en bred förståelse för ämnet och realiserade värdeförändringar. En kvalitativ metod är synnerligen lämpad i denna studie då den kompletterar tidigare forskning med en djupare och mer utförlig analys av ämnet. Studien bidrar med djup då den bygger vidare på svårigheterna med redovisning av realiserade värdeförändringar genom att analysera hur svårigheterna beaktas i praktiken.

5.1 Avgränsning

Studien avgränsas för att ge möjlighet att besvara frågeställningen på bästa sätt och vidare kunna analysera och tolka resultatet. Därav avgränsas studien till den svenska fastighetsmarknaden trots att det underliggande regelverket IFRS 13 och IAS 40 är regleringar på EU-nivå.

Respondenterna utgörs av aktörer inom den svenska fastighetsbranschen. Valet av respondenter utgör ett bekvämlighetsurval. Bekvämlighetsurvalet motiveras genom begränsad tid och kontakt under den rådande Covid 19-pandemin. Samtliga intervjuer har genomförts över telefon- och videokonferenser. Vidare har respondenterna noggrant valts ut från några av Sveriges mer välrenommerade företag och är erkända experter eller har en yrkesroll i vilken fastighetsvärdering är av stor betydelse. En till tre intervjuer har genomförts med arbetande inom följande sektorer och yrkesgrupper; fastighetsföretag, analytiker, värderare och kreditgivare samt en doktorand inom ämnet.

5.2 Respondent

För att besvara studiens frågeställning har en till tre intervjuer genomförts inom respektive, för vår studie, relevant sektor i fastighetsbranschen. Intervjuer har genomförts med nyckelpersoner i fastighetsföretag, analytiker, fastighetsvärderare, kreditgivare samt en doktorand inom fastighetsredovisning. Respondenter har noggrant valts ut för att få en bred och nyanserad bild av

hur aktörer i fastighetsbranschen beaktar svårigheterna med orealiserade värdeförändringar av fastigheter.

Intervjuerna genomfördes över telefon eller digitalt till följd av den aktuella oron kopplad till Covid-19. Intervjuerna pågick mellan 30–60 minuter och utgick från en framtagen mall. Ett fåtal frågor justeras för att efterleva respondentens särskilda roll inom området, men den grundläggande mallen är förhållandevis lik för samtliga respondenter. Intervjuerna är i sin karaktär semistrukturerade. Genom användande av semistrukturerade intervjuer kan följdfrågor anpassas efter den aktuella situationen (Patel och Davidson, 2011).

5.3 Intervjumall

Intervjumallen har tagits fram med utgångspunkt i ”Handbook of Complementary Methods in Education Research” av ME Brenner (2006). Brenner formulerar en teori som syftar uppåt att respondenten talar expansivt om frågeställarnas ämne. Teorin refereras ofta till som ”trattformad”; de första frågorna är breda och syftar till att få respondenten bekväm, varpå intervjufrågorna avgränsas successivt i riktning mot intervjuens huvudsakliga ämne.

Baserat på teorin av ME Brenner har samtliga intervjuer delats in i tre delar, se appendix 9.1. Del ett består av frågor som berör respondentens roll, erfarenhet och dagliga uppgifter. Del två berör fastighetsbolag, fastighetsmarknaden och fastighetsredovisning mer generellt i syfte att leda respondenten mot ämnet. Huvudsakligen bidragande till besvarandet av studiens frågeställning är del tre i vilken respondenten tillfrågas angående orealiserade värdeförändringar, värderingsproblematik och dess behandling av fenomenet.

De frågor som ingår i den använda intervjumallen har grundats i de problematiseringar som beskrivits och de slutsatser som härletts i tidigare forskning om ämnet. Frågorna har formulerats för att utvisa hur respondenten beaktar avvägningen mellan relevans och korrekt återgivande, korrelationen mellan verifierbarhet och väsentlighet i rapporter, marknadens informationsflöde samt generella värderingssvårigheter vid fastighetsvärdering vid respondentens beslutsfattande.

6. Resultat och Empiri

Data från intervjuerna sammanställs och presenteras nedan. Data struktureras primärt efter respondenternas roll och sekundärt efter teman. Anledningen till strukturen är att tydligt kunna

skildra och jämföra likheter och olikheter i hur olika aktörer uppfattar och behandlar fenomenet orealiserade värdeförändringar.

6.1 Doktor

Doktorn doktorerade i fastighetsekonomi på KTH, där han även föreläst. Utöver detta är Doktorn auktoriserad revisor och arbetar kontinuerligt med tolknings- och analysfrågor av framför allt IFRS och andra svenska regelverk. I nuläget jobbar Doktorn främst i sitt eget bolag, där han håller föredrag och genomför utredningsarbeten inom fastighetsbranschen. Doktors primära specialiteter är fastighetsekonomi, värderingsfrågor om fastigheter och analysfrågor i fastighetsbolag.

6.1.1 Att titta på vid analys av fastighetsbolag

Gällande kärnfrågorna av vad som är viktigt att lägga fokus på i ett fastighetsbolags redovisning är det först och främst tillgångsmassan som är aktuell. Analys av hur tillgångsmassan är värderad och vilken information om de antaganden som gjorts samt hur dessa antaganden härletts är av stor vikt. Det är viktigt att skildra huruvida antaganden är normativa eller empiriskt härledda; *”Jag tycker att gällande verkligt värde så som det är definierat i IFRS 13, oavsett om man tittar på riksstandard eller internationell värderingsstandard, är det väldigt tydligt att marknaden sitter med facit och vad företagsledning inte ska göra är att tycka saker själva, utan att visa de antaganden som tagits i värderingsmodeller samt hur de härlett dessa från marknaden”*.

6.1.2 Orealiserade värdeförändringar

Doktorn refererar till hierarkinivåerna inom IFRS och menar att de flesta bolag i Sveriges fastighetsbransch befinner sig på nivå två eller tre. Doktorn har inga problem med redovisning till verkligt värde vid nivå ett, men påpekar att det är för svårt att redovisa värden empiriskt med tillräckligt stor säkerhet för värderingar vid nivå tre. Verifierbarheten är för låg och principen om korrekt återgivande blir därav bristfällig. Huruvida rapporterade fastighetsvärden stämmer överens med faktiska marknadsvärden är svårare att ha en uppfattning om.

6.1.3 Direktavkastningskravet

Doktorn menar att det på senare tid sjunkande direktavkastningskravet har varit en följd av penningpolitisk stimulans. Sänkta räntor, likvida marknader och stark kapitalmarknad har bidragit till en hög efterfrågan på avkastning vilket i sin tur lett till stigande priser. Vidare beskriver Doktorn den penningpolitiska stimulansens påverkan på fastighetsvärden enligt följande: *”makroekonomiskt har det skapat köpkraft i ekonomin och konsumtionen har ökat.*

BNP har stigit som en effekt vilket skapat rundgång i systemet. När människor har råd att handla mer stiger butikshyror och därmed fastighetsvärden”.

6.1.4 Spelrum att styra orealiserade värdeförändringar

Angående det spelrum IFRS tillåter kommenterar Doktorn följande: *”I den perfekta världen är regelverket sådant att marknaden ska dammsugas på all tillgänglig information vilket ska återspeglas i värderingarna. Detta tolkas möjligtvis olika i praktiken”.* Likhet finns med Barker’s teori om en stabil och effektiv marknad som leder till att även informationsmarknaden är väl fungerande.

Doktorn påpekar att i en fastighetsmarknad där informationsflödet är lågt och få transaktioner sker finns det inget i regelverket som säger att fastigheters verkliga värde är oförändrat. *”Det finns annan marknadsinformation trots att transaktionsmarknaden är den bästa informationen. Om det inte finns tillräcklig information på transaktionsmarknaden måste man fortsätta söka”.*

Doktorn beskriver i sin artikel ”Transparent Two Step Categorization of Valuation” hur man i de fall information från transaktionsmarknaden saknas kan använda aktörsbaserad metod.

Aktörsbaserad metod bygger på värderarens kunskap om marknaden och värderarens bedömning av vart marknaden är vid tiden för värdering.

Doktorn belyser vidare att det ofta går att gräva djupare i informationsmarknaden: *”Om köpare och säljare ligger långt från varandra så att inga transaktioner genomförs och definitionen av verkligt värde enligt IFRS 13 ska uppfyllas ska fastigheten nedvärderas till följd av större osäkerhet”.* Den information som fortfarande finns tillgänglig bör därav utvärderas i en inaktiv transaktionsmarknad. Doktorn påpekar att verifierbarhet då kan finnas i ”yield ask spread”, implicita värden och fastighetsbolags tillgång till finansiering.

6.1.5 Svårigheter vid fastighetsvärdering

Marknadsvärdering av fastigheter tar sin utgångspunkt i transaktionsmarknaden, kompletterad av information om efterfrågan på direktavkastningskravet i förhållande till finansieringskostnaden (”yield ask spread”), implicita värden och tillgång till finansiering. Doktorn påpekar att även om transaktionsmarknaden är den primära informationskällan vid bedömning av marknadsvärden krävs en genomgående analys av de jämförbara transaktioner som används i en särskild värdering. Doktorn belyser aspekter av transaktionsdata som bör övervägas vid en värdering enligt följande: *”finns det hyresgarantier med som gjort att man betalt högre pris? Finns det*

förmånlig finansiering eller senarelagd betalning som lett till ett högre pris idag? Hur ser djupet i marknaden ut? Finns det en solitär aktör som bjudit mer än någon annan på marknaden är det inget marknadsvärde. Internaffärer, off-market-affärer”. Doktorn menar dock att denna typ av information är väldigt svår att få tillgång till. Med andra ord bör verifierbarheten analyseras för att uppnå högre relevans, och analysen kräver en mycket väl fungerande informationsmarknad.

6.2 Analytiker

Denna sektion behandlar empirin insamlad från analytiker av fastighetsbolag. Bland de intervjuade återfinns Analytiker 1 (Fastighetsanalytiker, Svenska Handelsbanken), Analytiker 2 (Fastighetsanalytiker, Kepler Chevreux) och Analytiker 3 (Fastighetsanalytiker, SEB). Nedan följer en genomgång av insamlad empiri från de tre respondenterna.

6.2.1 Att titta på vid analys av fastighetsbolag

När respondenterna analyserar ett fastighetsbolag tas ett stort antal aspekter i beaktning.

Analytiker 1 analyserar balans- och resultaträkning, konjunkturen, det särskilda bolagets positionering, dess finansieringsmöjligheter, vilka typer av fastigheter bolaget äger, företagets strategi samt bolagets ägare och ledare. Ett flertal nyckeltal analyseras, benämnt exempel är eget kapital dividerat med redovisat substansvärde. Vidare utvärderas möjligheten till potentiell värdetillväxt genom ökade kassaflöden eller sänkta direktavkastningskrav.

Vidare skapar sig Analytiker 1 en egen uppfattning om bolagets fulla bestånd med hjälp av den information som han har tillgång till, varefter han tillför sitt eget bidrag i form av prognoser för konjunkturen, kommande värdetillväxt, framtida direktavkastningskrav etc. Analytiker 1 menar att vissa bolag är mer informationstransparenta än andra: *“Transparensen varierar från bolag till bolag och det finns ett antal som skulle kunna vara mer generösa i sin informationsrapportering”*. Samtidigt påpekar han att han har full förståelse för att inte all fakta ges då detta skulle bli oöverskådligt och skada konkurrensen på marknaden.

Analytiker 2 anser att tillväxtmöjligheterna är mest avgörande vid analys av fastighetsbolag. Analytiker 2 belyser hur det finns två primära drivkrafter för tillväxt; organiskt eller genom förvärv. Oavsett drivkraft är dock tillväxt i underliggande vinst per aktie och substansvärde avgörande för analysen. Vidare kommenterar Analytiker 2 den nuvarande konjunkturcykeln till följd av CoVid-19 enligt följande: *“I osäkra tider läggs större fokus på ’Capital Preservation’*,

vem kan stå emot en nedgång bäst, och vilka har mest stabila portföljer och starkast balansräkning?”.

Vid analys av fastighetsbolag bedömer Analytiker 3 huruvida det bör finnas en premie eller rabatt på fastighetsbolagets nettotillgångar. Analytiker 3 påpekar att det är den värdebedömning som varit dominerande under senare tid. En bedömning av hur korrekt återgivna de redovisade fastighetsvärdena är. Analytiker 3 belyser hur nettotillgångar är lättare för att jämföra fastighetsbolag med varandra.

“Det som har kommit tillbaka nu är kassaflöde” påpekar Analytiker 3 till följd av den oro som råder på marknaden under Covid-19. De ökade finansieringskostnaderna på kapitalmarknaden till följd av Covid-19 ökar behovet av kassaflöde för att bolag ska klara av att bära sina räntekostnader, och därav förändras Analytiker 3 fokus vid analyser till följd av den osäkra marknaden.

6.2.2 Direktavkastningskravet

Angående direktavkastningskravet är samtliga respondenter överens om att den kraftiga sänkningen under senare år har varit starkt korrelerad med lägre finansieringskostnader och mer diversifierad finansiering. Analytiker 1 belyser de starka inströmningarna av riskkapital och den ökade internationella efterfrågan på svensk fastighetsmarknad som bidragande faktorer. Analytiker 3 anser att direktavkastningskravet sänktes aningen för aggressivt för ett år sedan, men att den 15-åriga kompressionen av direktavkastningskravet varit en naturlig följd av hur mycket pengar som funnits på marknaden.

6.2.3 Tankegångar kring orealiserade värdeförändringar

Analytiker 3 menar att orealiserade värdeförändringar är en komponent till följd av stigande nettotillgångar, vilka är avgörande för bolagets värdering. Beloppet som rapporteras i resultaträkningar till följd av detta är för Analytiker 3 ointressant, vilket Analytiker 2 och Analytiker 1 håller med om. Effekten på resultatredovisningen är av låg relevans.

Analytiker 3 tydliggör hur vissa bolag är aggressiva, andra balanserade och den sista andelen mer konservativa i fastighetsvärderingar. Analytiker 3 belyser även ett förskjutet maktförhållande mellan värderare och beställare. Analytiker 3 menar att det är tydligt för värderare vad kunden vill ha och att de i olika fall måste anpassa sig mer eller mindre till detta; *”Det är alltid subjektiva bedömningar. Om du är en konsult som säljer en värderingstjänst är*

det klart du vet vad kunden vill. Kunden vill ha en aggressiv, balanserad eller konservativ värdering. Om du vill komma tillbaka dit och vara kompis får du anpassa dig för det är bra för din affär”.

Vidare kommenterar Analytiker 3 att det är väldigt tydligt för samtliga aktörer att om de ska sälja en fastighet i nuläget under CoVid-19 betalas inte mer än vad som gjordes i sista kvartalet 2019. Finansieringskostnaden är högre till följd av riskpremier som slagits in och köparna är färre. Att dessutom inga större transaktioner har skett under krisen gör värdebedömningar extremt svåra. Analytiker 3 uttrycker sig om hur redovisade värdeförändringar under Covid-19 enligt följande: *“vissa fastighetsbolag väljer att inte genomföra omvärderingar, andra väljer att skriva ner och ett fåtal väljer att skriva upp värdena”*. De som valt att skriva upp värden har Analytiker 3 mycket svårt att förstå, och angående de som valt att skriva ned värden är Analytiker 3 fortfarande skeptisk till substansen i skalan av nedskrivningarna då inga större transaktioner har skett på fastighetsmarknaden. Slutligen kommenterar Analytiker 3 att då börsen handlar fastighetsaktier med en 20% rabatt på substansvärdet är detta bevis för att folk saknar tilltro till de rapporterade fastighetsvärdena.

Analytiker 1 bedömer att i en marknad där desto mer kapital kommer från kapitalmarknaden, som är ytterst känslig för riskprofilen, blir det viktigare för bolag att rapportera höga värden och starka nyckeltal. Därför har finansieringsövergången från bank till kapitalmarknaden drivit upp incitament för fastighetsbolag att rapportera höga värden på sina tillgångar. Vidare belyser Analytiker 1 att fastighetsbolag som för 15 år sedan var småföretag kan idag vara gigantiska. Detta har lett till att styrkeförhållande mellan värderare och beställare har skiftat vilket Analytiker 1 uttrycker enligt följande: *“Det har skapats extremt starka beställare på en konkurrensutsatt marknad där beställarna dessutom har goda incitament av aktie- och kapitalmarknaden att redovisa höga fastighetsvärden”*.

Att maktförhållandet skiftat mellan fastighetsägare och värderare är något som Analytiker 2 inte håller med om. Analytiker 2 påpekar följande: *“Jag har tidigare arbetat som revisor i sju år och då skulle samma argument i så fall kunna göras gentemot revisorer och ett stort antal säljare av olika tjänster”*. Analytiker 2 anser att värdejusteringar är det mest relevanta alternativet för att rapportera fastighetsvärden och att det är vad man får förhålla sig till.

6.2.4 Tillförlitlighet i redovisade fastighetsvärden

När vi frågar respondenterna hur stor substans de ser i svenska fastighetsföretags rapporterade orealiserade värdeförändringar påpekar Analytiker 1 att det till stor del är förståeligt varför värdena gått upp. Analytiker 1 belyser dock att: *“även om fastighetsbolag genomför externa värderingar ska man komma ihåg att subjektivitet alltid är inblandat vid värdering”*. På en illikvid marknad där det inte sker transaktioner är det väldigt svårt att förutsäga pris och direktavkastningskrav. Informationsmarknaden är ineffektiv och relevansen sjunker i takt med verifierbarheten. I osäkra marknader menar Analytiker 1 att det krävs en ”känsla” för hur olika bolag agerar. Ett antal fastighetsbolag antar en mer försiktig inställning och skriver inte upp värden i avsaknad av evidens. Dessa behåller gärna marginal för att inte befinna sig i ovankant av vad som uppfattas som marknadsvärde. Andra bolag menar Analytiker 1 är mer aggressiva i sin tolkning av vad som är marknadsvärde och gör egna bedömningar löpande. Analytiker 1 påpekar att även extern värdering är en följd av de antaganden som beställande företag tilldelar värderaren, och att substansen därav inte verifieras genom externa värderingar.

Analytiker 2 upplever inte någon särskild skillnad av tillförlitligheten i substansen i de svenska bolagens rapporterade värden. Det kan dock diskuteras vilka parametrar bolag lägger in i en kassaflödesvärdering. Analytiker 2 påpekar att i oroliga tider som de nuvarande till följd av CoVid-19 när inga transaktioner sker blir fastighetsvärdering svårt till följd av avsaknad av transaktioner. Analytiker 2 anser dock att om bolag är transparenta med samtliga väsentliga resonemang och antaganden är han nöjd. När väsentligheten i rapporterna är otillräcklig påpekar Analytiker 2 att: *“skepticism väcks när fastighetsbolag är mindre transparenta i informationen och väsentligheten i redovisningen är låg”*.

Angående tillförlitligheten i fastighetsbolagens rapporterade orealiserade värdeförändringar är Analytiker 3 av uppfattningen om att det varit tillförlitligt i den uppåtgående marknaden, men att tillförlitligheten är betydligt lägre i den rådande osäkra marknaden. Analytiker 3 belyser dock att han ständigt beaktar problematiken i ”förvärvsuppvärdering”. Fenomenet grundas i att vid förvärv görs ofta avdrag för latent skatt i det fastighetsägande bolaget. IFRS tillåter inte bedömning av skatteskuld; den måste betalas eller inte betalas. Analytiker 3 konstaterar fastighetsbolaget hantering av skatteskulden: *“för att inte förbruka sitt eget kapital väljer förvärvande fastighetsbolag att inte betala skatteskulden och därav sker en orealiserad värdeökning då fastigheten köpts under värdering”*. Detta innebär dock att om fastighetsbolaget

ska likvideras kommer eventuellt köparen att föra samma argument och fastigheterna kommer säljas under värdering.

Analytiker 1 och Analytiker 3 har som nämnt en gemensam uppfattning om varierande aggressivitet i fastighetsvärderingar. För att avgöra till vilken grad fastighetsbolag är konservativa eller aggressiva i sina värderingar analyserar Analytiker 3 fastighetsbolags olika tillgångsslag och direktavkastningskrav för att se om de är rimliga. Analytiker 1 påpekar att: *“man får skapa sig en uppfattning om vilka företagsledningarna som är mer aggressiva än andra, då bolag som rapporterar aggressiva värden har större fallhöjd än andra”*. Under en period likt de senaste tio åren belyser Analytiker 1 att det har varit mindre viktigt att följa vilka fastighetsbolag som legat före värdeökningen, men under rådande osäkerhet blir det desto viktigare. Enligt Analytiker 1 räcker det att i ett en marknad likt den nuvarande räcker det med att en förändring av uppfattningen om ett bolag förändras för att finansieringsrisken ska åka med.

6.2.5 Spelrum att styra orealiserade värddeförändringar

Angående det spelrum av fastighetsvärden som IFRS tillåter konstaterar Analytiker 2 att han har hög tilltro till de värden som bolag redovisar. Analytiker 2 påpekar att det finns subjektivitet men att rapportanvändarna får den information de får och måste förhålla sig till den. Vidare kommenterar Analytiker 2 likt Analytiker 1 och Analytiker 3 att det blir lägre tillförlitlighet i en marknad likt den rådande där oron är stor och transaktionsvolymen extremt låg.

Analytiker 3 kommenterar vidare sin uppfattning om varför värderingssvårigheterna blir allvarligare på en oroligare marknad. Analytiker 3 uttrycker att: *“detta blir som ett spel där fastighetsbolagen ogärna blottar sina nedåtgående fastighetsvärden för banken”*. Trots att likviditeten blir lägre väljer fastighetsbolag att inte sälja då banken i ett sådant fall kan ifrågasätta värdet av bolagets övriga bestånd. Därav sker få transaktioner i oroliga marknader och fastighetsvärdering blir oerhört subjektivt.

6.3 Kreditgivare

Nedan följer en genomgång av empiri insamlad från två kreditgivare inom fastighetsbranschen. Respondenterna är Kreditgivare 1 (large corporate institutions, bygg- och fastighetsbolag, Swedbank), Kreditgivare 2 (Client Executive, Fastighetsbolag, SEB). Respondenterna arbetar med kreditgivning till bygg- och fastighetsbolag och ansvarar för att skapa och upprätthålla en relation till fastighetsbolagen. Mer specifikt arbetar Kreditgivare 2 och Kreditgivare 1 för att

leverera helhetslösningar till fastighetsbolag gällande kreditgivning, där de utvärderar hur stor andel av den sökta krediten som ska utgöras av banken, av obligationsmarknaden och eventuellt hur mycket eget kapital som bolagen måste sätta in.

6.3.1 Analys inför finansiering av fastighetsbolag

Kreditgivare 2 uttrycker följande: *“Här är det väldigt tydligt att det finns vissa du inte vill göra affärer med av olika skäl, det kan vara att du förlorade pengar gentemot ett visst bolag på 80-talet och tyckte att de betedde sig illa då, eller att de har betett sig illa i andra transaktioner man känner till och då håller man sig undan. Man brukar kalla det Character of the borrower”.*

Vidare utvärderar Kreditgivare 2 huruvida tillgångsmassan kan anses vara tillräckligt bra och om den tillhörande riskprofilen är acceptabel. Detta steg involverar analys av ett flertal underliggande parametrar. Hur bolagets diversifiering ser ut, hur många fastigheter det rör sig om och hur hyresgästlistan ser ut. Vid en viss nivå har banken krav på att ta in externvärdering. Inför mindre förvärv eller refinansiering krävs det vanligtvis inte då banken fokuserar på relationen. Kreditgivare 2 kommenterar: *“Fokus ligger på vem motparten är men det blir en kombination av vad det är för typ av aktör som vill låna pengar och vad den underliggande operationella risken är”.*

Kreditgivare 1 framhåller även Swedbank som en relationsfokuserad bank. När de utvärderar finansiering för ett fastighetsbolag tittar de främst på vilka motpartens ledning är snarare än att utvärdera den särskilda fastigheten. Efter att banken konstaterat att motparten i affären är tillförlitlig genomförs en analys av fastigheten, i vilken hyresgästlistan, kontraktslängd och renoveringsbehov granskas. Kreditgivare 1 exemplifierar hur banken reflekterar över att lägga stort fokus på relationen: *“Vasakronan som har 150 miljarder i fastigheter ska köpa en ny fastighet för 100 miljoner. Det enskilda fastighetsförvärvet är litet i förhållande till bolagets storlek, och vi har en motpart i affären som vi gärna behåller som kund”.* SEB och Swedbank lägger stor vikt vid en god relation med kunden snarare än vid analyser. Detta kan relateras till Barker's teori om möten bakom stängda dörrar, vilken innebär att data som kommer direkt från bolaget och dess ledning har högre relevans än de redovisade värdena i rapporten.

6.3.2 Kreditratingsystem

Kreditgivare 2 och Kreditgivare 1 framhåller båda att de förhåller sig till sin egen banks interna ratingsystem som de anser ingiver en rättvisande bild. De behåller dock de externa ratingskalorna

i åtanke. Anledningen till att de externa ratingsystemen hålls i åtanke är att bolags betyg på dessa skalor avgör huruvida bolaget har tillgång till kapitalmarknaden eller inte, vilket i förlängningen påverkar bankens möjlighet att erbjuda olika produkter. *“Banken kan till skillnad från kapitalmarknaden hitta mitigerande faktorer som att de exempelvis tycker att bolaget har en bra pantportfölj och litar på ägarna, vilket gör att man kan få finansiering”* påpekar Kreditgivare 2.

6.3.3 Bankens syn på refinansiering, värdeuppgångar och belåningsgraden

Gällande refinansiering vill Swedbank inte refinansiera och bevilja nya lån på basis av ett sänkt direktavkastningskrav, trots att sjunkande direktavkastningskrav stått för en stor del av värdetillväxten i fastighetsbranschen under senare år. Kreditgivare 1 framhåller att Swedbank inte längre tittar på värderingar och förändringar av dessa i någon större utsträckning. Istället fokuseras på förbättrade kassaflöden referensmått i förhållande till kassaflödet relaterade till vilken skuld fastighetsbolag kan bära. Kreditgivare 1 påpekar dock att det är relationsbaserat och uttrycker följande: *“Det är från fall till fall, det får ni förstå, men generellt är vi piggare på att låna upp på ett starkare kassaflöde. Den delen av värdet som beror på att direktavkastningskravet har åkt ner är vi inte lika pigga på att finansiera upp, där finns väl en vattendelare”*. Även Kreditgivare 2 betonar återigen att det är relationsbaserat: *“Det blir ju en kommersiell avvägning, beroende på vad banken har för relation till kunden och vad kunden ska använda pengarna till”*. Kreditgivare 2 konstaterar dock att SEB föredrar att inte bevilja ny finansiering baserat på sänka direktavkastningskrav. Swedbanks och SEBs ovilja att refinansiera fastighetsbolag baserat sänkta direktavkastningskrav tyder på skepticism till relevansen av värdeökningar som redovisas till följd av sänkta direktavkastningskrav.

6.3.4 Substans i värdeförändringarna och bankens värdering

Angående substansen i fastighetsbolags redovisade fastighetsvärden uttrycker Kreditgivare 2: *“I nuläget ser vi omvärderingar av handelsytor med ett spann på 0 – 20% i nedskrivningar under ett kvartal. Det är egentligen fortfarande samma tillgångsmassa men det varierar lite beroende på vem aktören är”*. Vidare problematiserar Kreditgivare 2 fastighetsvärdering i en marknad likt den som råder till följd av Covid-19, där det i princip inte sker några transaktioner: *“Jag har sett transaktioner där buden som kommer in är 30% lägre eller 30% högre än den aktuella värderingen, är värderingen då rättvis eller ej? Det är faktiskt bara ett uppskattat värde, och inte vad den facto kommer bli såld för här och nu. Man måste ta det med en nypa salt, det är inte säkert att det går att sälja för det värderade priset”*. Vidare konstaterar Kreditgivare 2 att det

existerar ett spektrum vid värdering. Det redovisade värdet ska spegla marknadsvärdet men det föreligger de ofta flera omständigheter som gör att de skiljer sig. Vidare har Kreditgivare 2, vid tidigare krisperioder med låg transaktionsvolym, sett tendenser till att fastighetsbolag genomfört transaktioner sinsemellan när de haft gemensamma incitament att verifiera ett högre värde än det osäkra marknadsvärdet.

Kreditgivare 1 belyser hur Swedbank upprätthåller en nära relation med externa värderare och bolagen själva för att skapa större tillit till fastigheternas verkliga värden. Kreditgivare 1 menar att nuläget är mycket komplext och att banken försöker följa bolagens värderingar. När det inte sker transaktioner och därmed saknas evidens menar Kreditgivare 1 att det är mycket svårt att bedöma en förändring av fastigheters värde. Kreditgivare 1 kommenterar första kvartalet 2020: *“Om man tittar både på Vasakronan och Atriumljungbers rapport för Q1 var de inte supertydliga i rapporten, men någonstans kring 10% har de värderat ner sällanköpshandelsytor från sista december till sista mars.”* Kreditgivare 1 konstaterar att det är mycket svårt att avgöra huruvida det är en korrekt nedvärdering eller inte eftersom det saknas evidens. Olika bolag tar olika beslut gällande värdeförändringarna, i synnerhet i en osäker marknad. Kreditgivare 1 sammanfattar enligt följande: *“I en normal marknad måste jag säga att vi litar på värdena som bolagen anger. Men i en marknad som den nuvarande så är det oerhört svårt att säga vad som är tillförlitligt och inte”*.

6.3.5 Vissa bolag mer aggressiva än andra?

Kreditgivare 2 kan inte leda någon signifikans kring huruvida vissa bolag är aggressivare i sin värdering än andra men påpekar dock följande: *“Under kristider som nu med Covid-19 kan man se ett förändrat beteende hos vissa aktörer i samband med att osäkerheten på marknaden ökar”*.

Kreditgivare 1 däremot, tycker sig kunna se att vissa bolag är mer offensiva än andra i sin värdering. Detta beaktas enligt följande: *“Gällande detta görs jämförelser mellan bolagen där vi kollar på bolag som är aktiva i samma typer av segment och med samma typer av geografier. Då ser vi att det finns vissa vi upplever som mer konservativa och andra som vi inte upplever som så konservativa”*.

6.3.6 Spelrum – bias i värderingarna - starka beställare på konkurrensutsatt marknad

I de fall då banken känner sig osäker på en värdering kan de välja vem de vill ska genomföra den externa värderingen för att kunna lita på den. Vidare påpekar Kreditgivare 2 att bolagen

följer IFRS-redovisning vilket innebär att det i slutändan är bolagsstyrelsen som skriver under värderingen. Då ligger vanligtvis interna värderingar till grund för det redovisade värdet.

Kreditgivare 2 uttrycker även följande exempel: *“Jag vet någon prominent I fastighets världen, han fick inte en viss värdering på en viss portfölj i en del av landet då han tyckte att värderarna hade fel. Då slängde han ut dem helt enkelt, och de fick inte göra något med honom på 10 år. Ja det är klart att det finns den delen att du inte biter den hand som föder dig.”* Kreditgivare 2 menar att man som kreditgivare måste vara medveten om dynamiken på marknaden. Enligt Kreditgivare 2 känner även värderare till den dynamik som råder på marknaden. En värderare vars värdering anses oseriös får snabbt ett rykte och anses opålitlig bland kreditgivare.

6.4 Värderare

Denna sektion sammanställer empiri från intervjun som utförts med en värderare som är auktoriserad värderingsman samt grundare och ägare av en välrenommerad fastighetsvärderingsfirma. Värderaren är civilingenjör och fastighetsekonom och har arbetat som värderingsman sedan 1992. Tidigare har Värderaren arbetat för flera av de större värderingshus, bl.a. Cushman & Wakefield.

6.4.1 Att titta på vid värdering av fastigheter

Vid värdering av en fastighet analyseras objektet baserat på ett stort antal faktorer. En av de primära faktorerna för värdering är enligt Värderaren fastighetens läge; huruvida fastigheten är centralt belägen eller i utkanten av kommunen, fastighetens närhet till lokaltrafik och tätbebyggelse. Vidare analyseras typ av användning, möjligheter till exploatering, omgivning, konkurrenter, infrastruktur, service, tomtstorlek och övrig bostadsbebyggelse. Transaktionsdata i det området där fastigheten är belägen analyseras. Marknaden för området begränsas så väl som möjligt och en ortsprisanalys genomförs. Om närmsta transaktioner ligger flera år bak i tiden genomförs en bedömning av hur marknaden utvecklats sedan dess. Vidare bedöms skicket på lokalerna, antalet hyresgäster och hyresgästernas ekonomiska situation.

Bedömning av hyresintäkter och marknadshyror bedöms baserat på skick och läge. Värderaren påpekar: *“det är svårt att sätta marknadshyror exakt och att det finns en viss osäkerhet i bedömningen, men det är främst för objekt där det står mycket outhyrt”*. Värderaren kommenterar: *“naturligtvis finns de fastigheter och fastighetsvärden som är mer osäkra än*

andra, vanligtvis för objekt med stora vakanser eller i områden med begränsad tillgång till information”. Vidare kan osäkerhet vid fastighetsvärdering grundas i osäkerhet kring hur marknaden och konjunkturen ser ut. Värderaren påpekar att det är många aspekter som ska beaktas och att fastighetsvärdering är väldigt komplext.

6.4.2 Informationsmarknaden

Tillgång till information är relativt god enligt Värderaren. Lantmäteriet samt tjänsten ”Datscha” tillhandahåller information om läge, översiktliga marknadsbedömningar och tomtstorlek.

Kommersiella förvaltningsfastigheter är ofta svårare då tillgång krävs till marknadsmässiga hyresnivåer, nytecknade avtal, arrendeavtal etc. Enligt Värderaren erbjuder Datscha och liknande tjänster ofta tillgång till användbart grundmaterial för värderingen, men det finns ofta mer information att finna och fler bedömningar krävs för att genomföra en fastighetsvärdering.

6.4.3 Substans och tillförlitlighet i redovisade fastighetsvärden

Angående substansen och tillförlitligheten i svenska fastighetsföretags redovisade värdetillväxt konstaterar Värderaren endast att desto mer värdena stiger desto högre blir även risken.

Angående det spelrum som finns inom fastighetsvärdering under IFRS kommenterar Värderaren att beställaren ofta talar för sin sak och sina fastigheter. Ofta läggs det fram en bild av vad beställaren tycker och tror. Värderaren exemplifierar hur det kan låta när beställare vill förmedla subjektiv information enligt följande: *“i denna fastighet har vi en hyresförhandling igång för den stora lokalen och där diskuterar vi denna hyresnivå”*. Värderaren belyser dock att det är värderarens uppgift att ta reda på all information om fastigheter och övriga aktuella data för att sedan väga samman detta. Värderaren kommenterar att det inte går att bedöma vilka värden som helst om det inte finns en tydlig bas eller gott stöd för värdebedömningen. En värderare måste utgå från faktiska transaktionsdata och vid tidsdiskrepans krävs en grundlig bedömning av vad som skett på marknaden. Det krävs noggrann beaktning av risken att fastighetsägaren tror för mycket om sin egen fastighet vid den bedömning som ofta kommuniceras till värderaren.

6.5 Fastighetsbolag

Nedan följer en sammanställning från intervjun med en VD och grundare av ett välrenommerat fastighetsbolag. Bolagets strategi är att bygga upp en fastighetsportfölj av kassflödesgenererande hyresbostäder i mellanstora orter i Sverige.

6.5.1 Värdeförändringar av fastigheter

Fastighetsbolaget menar även att den enskilt största förklaringsvariabeln till de på senare år stigande fastighetsvärdena är realräntan och benämner det enligt följande: *“Sjunkande avkastningskrav till följd av sjunkande realräntor är den enskilt största förklaringen till värdeökningen på fastigheter de sista åren, speciellt om man klarat finanskrisen 2008”*. Vidare menar Bolaget att det finns bolag där mer än hälften av resultatet är hänförligt till värdeuppgångar av bolagets fastighetsbestånd vilket han anser bör granskas kritiskt.

6.5.2 Värdering av fastigheter

När Bolaget värderar fastigheter talar de aldrig om för värderaren vilken köpeskilling som är avtalad med säljaren. Vidare tillhandahåller de alla efterfrågade dokument till den värderaren, exempelvis hyresgästlista samt aktuell och historisk information om fastigheten.

Fastighetsbolaget påpekar även att de ibland har olika åsikter kring avkastningskravet gentemot den externa värderaren och att detta kan bero på en avsaknad av transaktioner i området.

Angående aggressiva värderingar i den svenska fastighetsbranschen kommenterar Bolaget: *“Vi har även sett tendenser på fastighetsmarknaden att bolag som är missnöjda med en låg värdering väljer att gå till en annan extern värderare för en ny värdering”*. Bolaget påpekar även att det finns olika värderingsmetoder. I vissa fall önskas en viss typ av värdering: *“När vi ska förädla fastigheten och vill kunna ställa dessa kostnader mot värdeökningar försöker vi hålla nere värderingen”*. Bolaget berättar att de har en relationsbaserad uppgörelse med kreditgivare som bygger på tillit där banken finansierar en förutbestämd andel av köpeskillingen vid förvärv.

6.5.3 Risker med uppvärdering

Vidare diskuterar Bolaget problematiken kring varför bolag inte säljer sina fastigheter. De menar att det finns en risk att bolag värderat fastigheterna för högt i sin redovisning och då inte vill ta en förlust om de säljer till ett lägre marknadspris. Samtidigt finns ytterligare en anledning: *“Vad ska bolaget göra med kapitalet de frigör? Om de köpt fastigheten för 100 miljoner och det nu är värt 200 miljoner så finns det egentligen ingen anledning att sälja, de kommer då bara behöva köpa en ny fastighet dyrt för kapitalet”*.

7. Analys

Analysen av empirin syftar till att med grund i den teoretiska referensramen förklara hur aktörer inom fastighetsbranschen beaktar orealiserade värdeförändringar av fastigheter vid

beslutsfattande. Analysen presenteras nedan med och är strukturerad med utgångspunkt i den teoretiska referensramen.

7.1 Aktörers beaktning av relevans på bekostnad av korrekt återgivande och analytikers filtrering av information

Denna sektion ämnar analysera hur olika aktörer i fastighetsbranschen beaktar att relevansen av redovisade verkliga värden kan ske på bekostnad av tillförlitligheten i korrekt återgivande.

Samtliga analytiker är överens om att fastigheters substansvärde är den primära drivkraften för aktiepris och tillväxt; därav är de rapporterade värdena av hög relevans och huruvida de blivit korrekt återgivna måste utvärderas.

Fastighetsbolaget påpekar att det finns variation i de kostnadskalkyler som tillhandahålls till värderare beroende på vilken typ av fastighet som ska värderas och vad ambitionen är med denna. Olika förväntningar avseende direktavkastningskrav och förväntade driftnetton kan leda till åsiktsskillnader mellan fastighetsbolag och värderare. Värderaren påpekar dock att trots att man i vissa fall upplever påtryckningar från fastighetsägare är det värderares jobb att utgå från faktiska data.

Doktorn belyser ett flertal aspekter som bör övervägas för att analysera djupet i marknaden i syfte att bedöma huruvida det verkliga värdet av en fastighet är korrekt återgivet. Doktorn menar att det bör analyseras av huruvida det vid förvärv funnits hyresgarantier, betalningsuppgörelser, internaffärer, off-marketaffärer, solitära köpkraftiga aktörer samt vilken efterfrågad ”yield spread” som råder. Detta i syfte att skapa sig en bild av huruvida det finns faktorer som påverkar den grad till vilken fastighetsvärdet blivit korrekt återgivet.

Empirin tyder på att analytiker utvärderar substansvärdet och bedömer huruvida det bör sättas en rabatt eller premie på företagets nettotillgångar. Till följd av svårigheterna att bedöma huruvida fastighetsvärden är korrekt återgivna, i synnerhet kortsiktigt, anser analytikerna att effekten av orealiserade värdeförändringar i resultatredovisning är irrelevanta. Analytiker använder sig av ett flertal olika metoder för att filtrera information och bedöma till vilken grad fastighetsvärden är korrekt återgivna. Under mer osäkra förhållanden då korrekta återgivande blir svårare att bedöma väljer analytiker att lägga mer vikt på andra aspekter av fastighetsbolagens redovisning som ”capital preservation” eller kassaflöden.

För att avgöra huruvida substansvärdet av företags fastigheter är aggressivt eller konservativt redovisat analyseras ett flertal aspekter. Bland annat analyseras då aktiemarknadens tolkning av företagens NAV, analytikens uppfattning om ledningen, företagens bedömda direktavkastningskrav och aspekten av förvärvsuppvärdering. Analytiker 1 beskriver det som att han skapar sig en generell "känsla" för hur bolagen agerar och resonerar. De har vidare i åtanke att företag som redovisar värden mer aggressivt ofta har större fallhöjd än de som är mer konservativa.

Kreditgivare beaktar avvägningen av relevans och korrekt återgivande vid orealiserade värdeförändringar till viss del likt analytikens beaktning av fenomenet. Den primära skillnaden är att kreditgivares uppfattning bygger mer på relationer och förtroende för motparten. Vid en god relation och i en säker marknad har kreditgivaren hög tillit till att de redovisade värdena är korrekt återgivna. Likt analytiker genomförs analyser av fastighetsvärden i form av egna värderingar, framför allt i de fall då tillförlitligheten mellan parterna är lägre eller marknaden osäker.

Kreditgivare är likt analytiker medvetna om att till vilken grad fastighetsvärden återges korrekt i redovisningen varierar mellan olika fastighetsbolag. Vidare har kreditgivare ofta långa relationer med sina kunder och har skapat sig en uppfattning om hur de agerar; vissa upplever de som mer och andra som mindre konservativa. I följande sektion analyseras hur verifierbarhet och väsentlighet i fastighetsbolagens finansiella rapporter beaktas av studiens respondenter.

7.2 Aktörers beaktning av verifierbarhet i relation till väsentlighet

Problematiken att låg verifierbarhet kan påverka till vilken grad fastighetsbolag utövar principen om väsentlighet i de finansiella rapporterna beaktas av samtliga intervjuade aktörer. Doktorn anser att redovisade värden på nivå tre i värderingshierarkin saknar tillräckligt hög säkerhet för att de ska inkluderas i rapporterna och omvärderas kvartalsvis då verifierbarheten är för låg. I en fastighetsmarknad där informationsflödet är bristfälligt och transaktionsnivån låg finns det dock enligt Doktorn inget som säger att värdena förblir oförändrade. Verifierbarhet kan existera men vara mer subjektiv. Doktors uppfattning om tillvägagångssättet i dessa fall ligger väl i linje med Värderarens; fler bedömningar av marknaden måste genomföras när informationsflödet är lågt, men det är möjligt att bedöma ett värde. Doktorn belyser att de fall då köpare och säljare ligger

långt ifrån varandra krävs en bedömning av vilket ”exit price” som föreligger, vilket då kan verifieras genom köparens bud även om det är långt från fastighetsbolags redovisade värden.

Analytikerna är medvetna om att väsentlighetsprincipen ibland ej följs i ett scenario då eventuella nedskrivningar har stora konsekvenser för företaget. De genomför då analyser av de enskilda bolagen samt bedömer hur väl de följer väsentlighetsprincipen. De beaktar vilken information som inkluderats samt hur bolagets värdeförändringar har verifierats. Analytikerna bildar sig själva en uppfattning kring vad som är rimligt då variationen av till vilken grad väsentlig information rapporteras kan vara stor bland fastighetsbolagen. I de fall då väsentligheten i rapporterna är god och en redogörelse av underliggande antaganden genomförs är analytikerna tillfredsställda. I de fall då väsentlighetsprincipen inte efterlevs väcks istället skepticism och fundersamhet kring vart och hur bolagen hittat verifikation för värdeförändringar.

Analytikerna är till stor del medvetna om att fastighetsbolag inte alltid efterlever väsentlighetsprincipen till fullo. Vidare är de medvetna om att vissa fastighetsbolag under osäkra tider, när de misstänker att lägre värden av deras fastigheter föreligger, inte vill blotta detta och således inte söker verifierbarhet för sina värden. Samtidigt som fastighetsbolag inte söker verifierbarhet genom en marknadstransaktion på en marknadsmässig prisnivå finns det enligt Kreditgivare 2 en annan risk. Till följd av gemensamma intressen om att bibehålla höga värden eftersöker bolagen verifierbarhet genom att göra affärer med varandra på önskvärd nivå. Detta är något som även Fastighetsbolaget belyser; när fastigheter redovisas högre än det marknadsvärdet vill bolag undvika verifierbarhet av det faktiska marknadsvärdet och genomför därför ingen försäljning av fastigheten.

Vidare kan detta knytas an till Doktors kommentar att informationsflödet av bakomliggande faktorer vid dessa typer av affärer kan vara väldigt begränsat. Även i de fall relevans och verifierbarhet föreligger verkar det finnas en viss skepticism hos kreditgivare, framförallt hos Swedbank, gentemot det sjunkande direktavkastningskravet. De vill inte finansiera fastighetsbolag på basis av kompression av direktavkastningskravet trots att det verifierats på marknaden. Kreditgivarna fäster mer vikt vid kassaflöden. Redovisade värden beaktas varsamt då kreditgivarna är medvetna om att dessa utgör en bedömning.

Kreditgivare 1 menar att redovisade värdeförändringar i osäkra tider är väldigt svåra att bedöma då bristfällig verifierbarhet och väsentlighet föreligger, och att olika bolag tar olika beslut i hur

de behandlar det. I de fall då banken känner sig väldigt osäker tar de in egna värderare för att på så sätt i andra hand verifiera fastighetsbolagets bedömning. Vidare finner studien även att det är värderarens uppgift att finna verifierbarhet vid värdering, samt göra en avvägning av hur mycket av fastighetsägarens förmedlade information som är verifierbart. Informationstillgänglighet är av hög relevans för rapporternas verifierbarhet, varför följande sektion analyserar den svenska fastighetsbranschens informationsmarknaden utifrån empirin.

7.3 Informationsmarknaden

Informationsmarknaden och informationsflöden är högst relevant vid fastighetsvärdering och därav är en djupgående analys av den för studien aktuella informationsmarknaden av stor vikt för att förstå betydelsen av orealiserade värdeförändringar. Barker's teori för informationsflöden som påpekar att informationsmarknaden är väl fungerande i en stabil och effektiv marknad stämmer väl överens med Doktors utlåtande: "I den perfekta världen är regelverket sådant att marknaden ska dammsugas på all tillgänglig information vilket ska återspeglas i värderingarna".

Likt Barker's teori för informationsflöden tyder empirin på att i en stark fastighetsmarknad som präglas av säkerhet och tillväxt är även informationsmarknaden god. Det genomförs många transaktioner och det finns mycket data att använda vid fastighetsvärdering och vid analys av fastighetsbolag. Enligt analytiker och kreditgivare är de fastighetsvärden som kommuniceras i en sådan marknad dessutom mer pålitliga. Ett behov av djupare analys av informationsmarknaden finns då sällan. I en marknad som präglas av osäkerhet och liten transaktionsvolym förändras incitament angående informationsmarknaden; vissa fastighetsbolag slutar leta och analytiker tvingas ofta gräva djupare.

Som Doktorn påpekar finns det fortfarande en marknad för relevant information trots en inaktiv transaktionsmarknad. Analytiker och kreditgivare har incitament att undersöka tillförlitligheten i de redovisade fastighetsvärdena även i en osäker marknad. Att följa värdeförändringar i osäkra marknader, som den rådande under CoVid-19, blir desto viktigare för analytiker och inte minst kreditgivare. I sådana marknader genomför kreditgivare och analytiker bedömningar av ett flertal andra aspekter, som hur olika sektorer drabbas och vilka eventuella följder det kan ha för olika fastighetsbolag.

Trots en djupare analys av informationsmarknaden när den är svagare, grundas den mest tillförlitliga redovisningen av fastigheter till verkligt värde i transaktionsdata. Säkerheten i

värderingar är därav högt korrelerad med informationsmarknaden. Den publikt tillgängliga informationen är ofta otillräcklig under osäkra omständigheter, varför den kompletteras med vad som liknas med ”strategiska informationsmässiga relationer” som definieras i Barker’s teori för informationsflöde.

7.4 Strategiska informationsmässiga relationer

I den svenska fastighetsbranschen skapas ett flertal strategiska informationsmässiga relationer genom vilka direkt informationsdata flödar. Detta relateras till Barker’s teori om informationsflöden, att mest relevanta data flödar direkt mellan olika parter. Barker poängterar att relationerna bildas till följd av att aktörerna har gemensamma intressen och incitament.

Empirin tyder dock på att relationen mellan värderare och fastighetsbolag karaktäriseras av ett obalanserat maktförhållande; värderarna agerar på en konkurrensutsatt marknad med extremt starka beställare. Fastighetsbolag har goda incitament från kapital- och aktiemarknaden att redovisa höga fastighetsvärden, vilket värderare är medvetna om. Det har lyfts fram av analytiker, kreditgivare och av Bolaget att vissa fastighetsbolag är beredda att beställa värderingstjänsten från andra värderare om de inte är nöjda med den genomförda värderingen. Även Värderaren belyser att fastighetsägare ofta är skickliga att kommunicera antaganden som stöder deras bild av fastigheters värde.

Bankens relation med värderare präglas av realism och är en drivkraft i motsatt håll från de mer aggressiva fastighetsbolagen. Kreditgivarna är medvetna om dynamiken som råder mellan fastighetsbolag och värderare. Kreditgivare ställer som krav att värderares värderingsutlåtande är realistiskt. En värderare som värderar för lågt får svårt att få fler uppdrag av fastighetsbolag, och värderare som värderar för högt får dåligt rykte i banksektorn. Således bildas en balansgång för värderare att leverera tillräckligt höga värden till aggressiva fastighetsbolag för att de ska bli nöjda, dock ej så höga att kreditgivarna ifrågasätter dem.

Vidare tyder empirin på att relationen mellan kreditgivare och fastighetsbolag karaktäriseras av tillit som i sin tur till stor del är beroende av marknadens läge. Samtliga kreditgivare belyser ett flertal gånger att primärt avgörande för kreditgivning till fastighetsbolag är vem kunden är och bankens relation till denna. Sekundärt avgörande är analys och genomgång av den fastighet som kunden önskar belåna. Detta förhållande påpekas och styrks ytterligare av Fastighetsbolaget. I en normal marknad har kreditgivare hög tillförlitlighet till kunder och de fastighetsvärden som

redogörs för. Något som belyses av analytiker och skapar friktion i relationen mellan kreditgivare och fastighetsbolag är hur fastighetsbolag i mer osäkra tider ogärna redovisar lägre värden, vilket skulle blotta en nedgång av fastighetsvärden inför kreditgivare. Detta stämmer väl överens med vad som lyfts fram av kreditgivare; i en stark marknad med god värdetillväxt är tillförlitligheten i relationen hög men i en osäker marknad minskar tillförlitligheten parterna emellan.

8. Framtida forskning och slutsats

8.1 Framtida forskning

Denna studie har examinerat hur aktörer i den svenska fastighetsbranschen beaktar svårigheter vid redovisning av orealiserade värdeförändringar. Åtta intervjuer har genomförts med olika aktörer i den svenska fastighetsbranschen. Med mer tid hade empiri kunnat hämtas från ett större och bredare urval av respondenter. Fler aktörer från de sektorer i vilka intervjuer har genomförts hade kunnat analyseras. Vidare hade det varit intressant att undersöka beaktningen av orealiserade värdeförändringar inom fastighetsbranschen hos andra sektorer, förslagsvis kapitalmarknaden. Det hade även varit intressant att studera hur betydande poster som redovisas till verkligt värde beaktas av aktörer inom andra branscher, förslagsvis kreditförluster bland kreditgivare. Det är vidare intressant att undersöka om denna studies slutsatser är applicerbara på en internationell marknad, då IFRS 13 och IAS 40 är internationella redovisningsstandarder.

8.2 Implikationer av resultaten och slutsats

Värdeförändringar av fastigheter har varit avgörande för den svenska fastighetsbranschens tillväxt under de senaste åren. Fastighetsvärden har varit den primära drivkraften av fastighetsbolags aktiepriser och avgörande för bolagens finansiering och kapitalstruktur. Tillförlitligheten i orealiserade värdeförändringar har som tidigare nämnts varit föremål för stor debatt, då fastighetsvärdering är föremål för komplexitet och subjektiva bedömningar. Denna studie påvisar hur orealiserade värdeförändringar beaktas av aktörer i branschen.

För att studera hur aktörer på den svenska fastighetsmarknaden beaktar orealiserade värdeförändringar av fastigheter i praktiken ställdes följande forskningsfråga i introduktionen av denna studie:

Vad har orealiserade värdeförändringar av fastigheter för betydelse för aktörer inom fastighetsbranschens olika sektorer?

Studien påvisar att redovisningsfenomenet orealiserade värdeförändringar har stor men komplex betydelse för aktörer i den svenska fastighetsbranschen. Tidigare forskning har påvisat ett flertal svårigheter med redovisning av fastigheter till verkligt värde som kompromissar orealiserade värdeförändringars tillförlitlighet. Dessa svårigheter ligger i linje med resultatet och har med grund i teoretisk referensram definierats som 1) hög relevans på bekostnad av korrekt återgivande 2) en sjunkande väsentlighet i redovisning till följd av lägre verifierbarhet och 3) en begränsad informationsmarknad under osäkra marknadsförhållanden. Resultaten i studien har bidragit till och kompletterat tidigare forskning då det påvisats att dessa svårigheter ständigt beaktas genom olika strategier av aktörer i syfte att återställa den tillförlitlighet redovisningsfenomenet har i en perfekt marknad. Aktörerna som belysts i denna studie har utvecklat diverse strategier och tillvägagångssätt för att bedöma tillförlitligheten i de orealiserade värdeförändringarna. Strategierna utgörs av djupare marknadsanalyser, strategiska informationsmässiga relationer och en förståelse för diverse aktörers maktrelation.

Den slutsats som kan dras är att betydelsen av orealiserade värdeförändringar för aktörer i branschen är stor för aktörer i den svenska fastighetsbranschen. Betydelsen är dock komplex då aktörer ständigt kompletterar den redovisade informationen med hjälp alternativa strategier för att säkerställa tillförlitligheten i fastighetsvärdena. Detta har aktörer i den svenska fastighetsbranschen ständigt i åtanke vid beslutsfattande som är hänförligt till svenska fastighetsbolags redovisade fastighetsvärden.

9. Referenser

9.1 Litteratur

Danbolt, J., and W. Rees, 2008, *An Experiment in Fair Value Accounting: UK Investment Vehicles*. European Accounting Review 17 (2): 271-303. <http://eprints.gla.ac.uk/4487/>

Deloitte, 2013, Förändringar inom IFRS för fastighetsbolag, <https://www2.deloitte.com/se/sv/pages/real-estate/articles/forandringar-inom-ifrs-for-fastighetsbolag.html>, Hämtad: 2020-04-16

Finansinspektionen, 2020, *Ökade kapitalkrav för banklån till kommersiella fastigheter*, <https://www.fi.se/contentassets/039759adf2374926b3304e1883abde93/pm-kapitalkrav-banklan-komm-fastigh-19-14171.pdf> Hämtad: 2020-04-14

Institutet för värdering av fastigheter och SFF, 2015, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt, Fastighetsnomenklatur, 12:e upplagan, Södertälje: Fastighetsnytt Förlags AB*

Jan Marton, Niklas Sandell och Anna-Karin Sockenstrand, 2016, *Redovisning från bokföring till analys, 2a upplagan*.

KA Muller, EJ Riedl, T Sellhorn, 2008, *Consequences of voluntary and mandatory fair value accounting: Evidence surrounding IFRS adoption in the EU real estate industry*, https://www.researchgate.net/profile/Karl_Muller2/publication/5092447_Consequences_of_Voluntary_and_Mandatory_Fair_Value_Accounting_Evidence_Surrounding_IFRS_Adoption_in_the_EU_Real_Estate_Industry/links/0c96052277a45ba265000000/Consequences-of-Voluntary-and-Mandatory-Fair-Value-Accounting-Evidence-Surrounding-IFRS-Adoption-in-the-EU-Real-Estate-Industry.pdf Hämtad: 2020-04-18

Katherine Schipper, 1991, *Analysts' Forecast*, <https://pdfs.semanticscholar.org/67c7/40ca11fb1efff63dd2f0457073afa9d8dc0.pdf> Hämtad: 2020-04-04

Landsman R. Wayne, 2007, *Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research*, <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2007.9730081> Hämtad: 2020-04-05

Lind, H., 2004, *Direktavkastning och direktavkastningskrav för fastigheter*, Fastighetsakademin, Stockholm.

ME Brenner, 2006, *Handbook of Complementary Methods in Education Research*.

Prytz, J. & Tamm, M., 1995, *Tillskott utan aktieteckning*, Stockholm: Juristförlaget.

Richard G. Barker, 1998, *The Market for Information – Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers*,

<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.1998.9729563> Hämtad: 2020-04-06

Runa Patel, Bo Davidson, 2011, *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*.

SEB, 2017, *Grön obligation finansierar lån till gröna satsningar*,

<https://sebgroun.com/sv/press/nyheter/gron-obligation-finansierar-lan-till-grona-satsningar>,

Hämtad: 2020-04-16.

S Sundgren, J Mäki, A Somoza-López, 2018, *Analyst coverage, market liquidity and disclosure quality: a study of fair-value disclosures by European real estate companies under IAS 40 and IFRS 13*, The International Journal of Accounting, Elsevier,

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0020706316300930>, Hämtad: 2020-03-27.

Svefa, 2019, *Svensk Fastighetsmarknad*, [https://svefa.se/globalassets/svensk-](https://svefa.se/globalassets/svensk-fastighetsmarknad/svensk-fastighetsmarknad-fokus-24-orter-vt-2019.pdf)

[fastighetsmarknad/svensk-fastighetsmarknad-fokus-24-orter-vt-2019.pdf](https://svefa.se/globalassets/svensk-fastighetsmarknad/svensk-fastighetsmarknad-fokus-24-orter-vt-2019.pdf), Hämtad: 2020-03-23.

Swedbank, 2017, *Lånesyndikering*,

<https://www.swedbank.se/foretag/finansiering/lanesyndikering/>, Hämtad 2020-03-28.

Visma, 2018, *Obligation - vad är en obligation*, <https://vismaspcs.se/ekonomiska-termer/vad-ar-obligation>, Hämtad: 2020-04-13.

9.2 Intervjuer

Analytiker 1 – *Fastighetsanalytiker* - SHB

Analytiker 2 – *Fastighetsanalytiker* – Kepler Cheuvreux

Analytiker 3 – *Fastighetsanalytiker* – SEB

Doktorn – *Doktor i Fastighetsredovisning* – KTH & BREC

Fastighetsbolaget – *VD* – Gladsheim

Kreditgivare 2 – *Kreditgivare* – SEB

Kreditgivare 1 – *Kreditgivare* – Swedbank

Värderaren – *Värderingsman* – Almqvist Real Estate Solutions AB

10. Appendix

10.1 Intervjuformulär

10.1.1 Fastighetsföretag

- Vart arbetar du?
- Vilken är din roll?
- Hur stor erfarenhet har du inom fastighetsbranschen?
- Vad innefattar dina dagliga uppgifter?
- Hur arbetar ni med fastighetsvärdering?
- Vilka typer av beslut fattar du som är relaterade till fastighetsvärdering?
- Hur går dina tankegångar kring orealiserade värdeförändringar?
- Hur går dina tankegångar kring direktavkastningskravet? Att det har sjunkit under en väldigt lång tid? Vad tror du om framtidens direktavkastningskrav?
- Hur stor substans ser du i svenska fastighetsföretags rapporterade orealiserade värdeförändringar? Hur tillförlitliga är uppvärderingarna?
- Det finns som du säkert känner till ett visst spelrum för fastighetsföretag att styra orealiserade värdeförändringar. Är detta något du har i beaktning när du fattar beslut där orealiserade värdeförändringar är betydande? Vad ser du för risker i att fastighetsbolag har möjlighet att påverka sina värderingar?
- Tror du att marknaden förväntar sig en fortsatt värdeuppgång till följd av att värdena har stigit under en väldigt lång tid? Hur tror du att fastighetsbolagen hanterar en eventuell nedgång på marknaden? Hur förändras de orealiserade värdeförändringarna?

10.1.2 Kreditgivare

- Vart arbetar du?
- Vilken är din roll?
- Hur stor erfarenhet har du inom fastighetsfinansiering?
- Vad innefattar dina dagliga uppgifter?

- Vad tittar du på när du överväger att finansiera ett fastighetsbolag?
- Hur arbetar ni med finansiering/refinansiering av fastigheter?
- Vilka typer av beslut fattar du som är relaterade till fastighetsvärdering?
- Hur går dina tankegångar kring orealiserade värdeförändringar?
- Hur går dina tankegångar kring direktavkastningskravet? Att det har sjunkit under en väldigt lång tid? Vad tror du om framtidens direktavkastningskrav?
- Hur skulle ett ökat direktavkastningskrav påverka er inställning gentemot fastighetsfinansiering?
- Hur stor substans ser du i Svenska fastighetsföretags rapporterade orealiserade värdeförändringar? Hur tillförlitliga är uppvärderingarna?
- Det finns som du säkert känner till ett visst spelrum för fastighetsföretag att styra orealiserade värdeförändringar. Är detta något du har i beaktning när du fattar beslut om fastighetsfinansiering? Att det skulle kunna finnas "bias" i värderingarna?

10.1.3 Värderare

- Vart arbetar du?
- Vilken är din roll?
- Hur stor erfarenhet har du som fastighetsvärderare?
- Vad innefattar dina dagliga uppgifter?
- Vad tittar du på när du värderar en fastighet?
- Vilka typer av beslut fattar du som är relaterade till fastighetsvärdering?
- Hur går dina tankegångar kring orealiserade värdeförändringar?
- Hur god är tillgången till information som är betydande för värderingen?
- Hur går dina tankegångar kring direktavkastningskravet? Att det har sjunkit under en väldigt lång tid? Vad tror du om framtidens direktavkastningskrav?
- Hur stor substans ser du i Svenska fastighetsföretags rapporterade orealiserade värdeförändringar? Hur tillförlitliga är uppvärderingarna?
- Det finns som du säkert känner till ett visst spelrum för fastighetsföretag att styra orealiserade värdeförändringar. Hur stor tror du risken är att det skulle kunna finnas "bias" i värderingarna?

- Tror du att marknaden förväntar sig en fortsatt värdeuppgång till följd av att värdena har stigit under en väldigt lång tid?

10.1.4 Analytiker

- Vart arbetar du?
- Vilken är din roll?
- Hur stor erfarenhet har du som analytiker?
- Vad innefattar dina dagliga uppgifter?
- Vad tittar du på när du analyserar ett fastighetsbolag?
- Vilka typer av beslut fattar du som är relaterade till fastighetsvärdering?
- Hur går dina tankegångar kring orealiserade värdeförändringar?
- Hur går dina tankegångar kring direktavkastningskravet? Att det har sjunkit under en väldigt lång tid? Vad tror du om framtidens direktavkastningskrav?
- Hur stor substans ser du i Svenska fastighetsföretags rapporterade orealiserade värdeförändringar? Hur tillförlitliga är uppvärderingarna?
- Det finns som du säkert känner till ett visst spelrum för fastighetsföretag att styra orealiserade värdeförändringar. Är detta något du har i beaktning när du fattar beslut där orealiserade värdeförändringar är betydande? Att det skulle kunna finnas ”bias” i värderingarna?
- Hur stor vikt läggs vid forecast av framtida värdeökningar? Hur genomförs forecasts?
- Tror du att marknaden förväntar sig en fortsatt värdeuppgång till följd av att värdena har stigit under en väldigt lång tid?

10.1.5 Doktor

- Vart arbetar du?
- Vilken är din roll?
- Hur stor erfarenhet har du av forskning inom fastighetsredovisning?
- Vad innefattar dina dagliga uppgifter?

- Vad är viktigt att titta på i redovisningen av ett fastighetsbolag?
- Hur går dina tankegångar kring orealiserade värdeförändringar?

- Hur går dina tankegångar kring direktavkastningskravet? Att det har sjunkit under en väldigt lång tid? Vad tror du om framtidens direktavkastningskrav?
- Hur stor substans ser du i Svenska fastighetsföretags rapporterade orealiserade värdeförändringar? Hur tillförlitliga är uppvärderingarna?
- Det finns som du säkert känner till ett visst spelrum för fastighetsföretag att styra orealiserade värdeförändringar. Är detta något du har i beaktning när du fattar beslut där orealiserade värdeförändringar är betydande? Att det skulle kunna finnas ”bias” i värderingarna?
- Tror du att marknaden förväntar sig en fortsatt värdeuppgång till följd av att värdena har stigit under en väldigt lång tid?
- Tror du det finns en risk att det är “fastighetsägarens marknad” inom fastighetsvärdering?
- Vad ser du för problematik i fastighetsvärdering?