

Magisteruppsats VT 2006
Södertörns Högskola
Institutionen för Ekonomi och Företagande
Entreprenörprogrammet
Johan Linné
Anna Hedberg

IFRS påverkan på kreditbedömning av fastighetsbolag i Sverige

Handledare:
Karl Gratzner
Besrat Tesfaye

Sammanfattning

I denna uppsats, med titeln *IFRS påverkan på kreditbedömningen av fastighetsbolag i Sverige*, belyses de konsekvenser som införandet av redovisningsstandarden IAS 40 medför för kreditbedömning av fastighetsbolag. Bakgrunden till undersökningen är att den nya standarden som infördes den 1 januari 2005 medfört ökade fluktuationer i fastighetsbolagens balans- och resultaträkning, då fastigheterna redovisas till marknadsvärde istället för som tidigare till anskaffningsvärde. Uppsatsens deskriptiva syfte är tvåfaldigt. För det första ställer författarna sig frågan om kreditgivarna upplever en förändrad riskbild i samband med kreditgivning till fastighetsbolag sedan IAS 40 infördes. För det andra avser de belysa huruvida fokus har förskjutits mellan kreditgivarnas värderingsmetoder sedan införandet av IAS 40. Uppsatsen avgränsar sig till ett intressentperspektiv.

Undersökningen grundas på primärdata i form av intervjuer som genomförts med fyra kreditanalytiker från tre stora svenska kreditinstitut samt med en aktieanalytiker. Samtliga intervjuade har specialinriktning mot fastighetsbranschen. De teoretiska utgångspunkterna tas dels i intressentteorin med kreditgivaren som risktagare, dels i Modigliani-Millers teori om belåningens effekter i företag.

Slutsatsen är att IAS 40 inte har fått någon konsekvens av betydelse vid kreditbedömning av fastighetsbolag i Sverige. Detta beror framförallt på att kreditgivarnas värderingsmetoder huvudsakligen är likviditetsrelaterade och därmed inte påverkas av värdeförändringar i fastighetsbolagens tillgångsmassa.

Förord

Vi vill först och främst framföra ett stort tack till de representanter från varje bolag som har tagit sig tid att medverka i de intervjuer som vi har genomfört. Vidare vill vi även rikta ett stort tack till våra handledare Karl Gratzner och Besrat Tesfaye för det stöd vi har fått under arbetets gång.

Stockholm 2006-05-23

Anna Hedberg

Johan Linné

”Försiktighetsprincipen innebär att de bedömningar som måste göras under osäkerhet görs med viss försiktighet så att tillgångar och intäkter inte överskattas och skulder och kostnader inte underskattas.”

FAR 2005, Internationell Redovisningsstandard i Sverige

”Försiktighetsprincipen betyder ingenting. Den är död!”

Mikael Ikonen, auktoriserad revisor och delägare, Ernst & Young AB
2005-11-17

Innehåll

1.1 BAKGRUND	9
1.2 PROBLEMDISKUSSION	10
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	12
1.4 ÖVERGRIPANDE SYFTE	13
1.5 TIDIGARE FORSKNING	13
1.5.1 KREDITGIVARENS ANALYSMETODER	13
1.5.2 KREDITGIVARENS RISK	14
1.6 UPPSATSENS RELEVANS	16
<u>2 METOD</u>	<u>18</u>
2.1 VAL AV UNDERSÖKNINGSMETOD	18
2.2 UNDERSÖKNINGENS STRUKTUR	18
2.2.1 KONSEKVENSER AV IAS 40 FÖR KREDITGIVARENS VÄRDERINGSMETODER	19
2.2.2 KONSEKVENSER FÖR KREDITGIVARENS UPPLEVDA RISKBILD	19
2.3 KÄLLOR	20
2.5 UNDERSÖKNINGENS GENOMFÖRANDE	23
2.5.1 INTERVJUER	23
2.5.2 FRAMSTÄLLNING AV DATA	23
2.6 METODDISKUSSION	24
<u>3 IAS 40 OCH VÄRDERINGSFAKTORER</u>	<u>25</u>
3.1 KORT OM IAS 40	25
3.2 SUBSTANSVÄRDERING	25
3.3 SKULDSÄTTNINGSGRAD/SOLIDITET	26
3.4 KASSAFLÖDE	26
3.5 RÄNTETÄCKNINGSGRAD	27
3.6 FÖRETAGSLEDNING	27
<u>4 TEORI</u>	<u>29</u>
4.1 INTRESSENTTEORI	29
4.1.1 DEFINITION AV BEGREPPET INTRESSENT	29
4.1.2 INTRESSENTGRUPPER	30
4.1.3 INTRESSENTENS BEHOV AV INFORMATION	31
4.2 KAPITALSTRUKTUR OCH EFFEKTER VID BELÅNING	32
4.2.1 MODIGLIANI MILLERS TEOREM	32
4.2.2 ALTERNATIVA STÅNDPUNKTER	33
4.2.3 HÄVSTÅNGEFFEKTEN	34
4.2.4 TRADE-OFF THEORY VS. PECKING-ORDER THEORY	35
4.3 REFERENSRAM	36
4.3.1 KREDITGIVARNAS VÄRDERINGSMETODER	36
4.3.2 KREDITGIVARNAS UPPLEVDA RISKBILD	37

5.1 INTERVJUPERSON 1, KREDITINSTITUT 1	38
5.1.1 VÄRDERINGSMETODER	38
<i>5.1.1.1 Substansvärdering</i>	38
<i>5.1.1.2 Kassaflöde</i>	41
<i>5.1.1.3 Ledning och ägarstruktur</i>	41
5.1.2 UPPLEVD RISK	42
<i>5.1.2.1 Risk för manipulation av resultat</i>	42
<i>5.1.2.2 Risk för utdelningsproblematik</i>	42
<i>5.1.2.3 Risk för trendsökande beteende</i>	43
5.2 INTERVJUPERSON 2 OCH INTERVJUPERSON 3, KREDITINSTITUT 2	45
5.2.1 VÄRDERINGSMETODER	45
<i>5.2.1.1 Substansvärdering</i>	45
<i>5.2.1.2 Kassaflöde</i>	46
<i>5.2.1.3 Ledning och ägarstruktur</i>	47
5.2.2 UPPLEVD RISK	47
<i>5.2.2.1 Risk för manipulation av resultat</i>	47
<i>5.2.2.2 Risk för utdelningsproblematik</i>	48
<i>5.2.2.3 Risk för ett trendsökande beteende</i>	49
5.3 INTERVJUPERSON 4, KREDITINSTITUT 3	50
5.3.1 VÄRDERINGSMETODER	50
<i>5.3.1.1 Substansvärdering</i>	50
<i>5.3.1.2 Kassaflöde</i>	51
<i>5.3.1.3 Ledning och ägarstruktur</i>	52
5.3.2 UPPLEVD RISK	53
<i>5.3.2.1 Risk för manipulation av resultat</i>	53
<i>5.3.2.2 Risk för utdelningsproblematik</i>	53
<i>5.3.2.3 Risk för trendsökande beteende</i>	54
5.4 INTERVJUPERSON 5, KREDITINSTITUT 2	55
5.4.1 VÄRDERINGSMETODER	55
<i>5.4.1.1 Substansvärdering</i>	55
<i>5.4.1.2 Kassaflöde</i>	57
<i>5.4.1.3 Ledning och ägarstruktur</i>	58
5.4.2 UPPLEVD RISK	58
<i>5.4.2.1 Risk för manipulation av resultat</i>	58
<i>5.4.2.2 Risk för utdelningsproblematik</i>	60
<i>5.4.2.3 Risk för trendsökande beteende</i>	60

6 ANALYS OCH RESULTAT

6.1. KREDITGIVARNAS VÄRDERINGSMETODER	62
6.1.1 SUBSTANSVÄRDERING	62
6.1.2 KASSAFLÖDE	63
6.1.3 LEDNING OCH ÄGARSTRUKTUR	63
6.2 KREDITGIVARNAS UPPLEVDA RISKBILD	64
6.2.1 RISK FÖR MANIPULATION AV RESULTAT	64
6.2.2 RISK FÖR UTDELNINGSPROBLEMATIK	65

6.2.3 RISK FÖR TRENDSÖKANDE BETEENDE	66
7 SLUTSATS	67
8 AVSLUTANDE DISKUSSION	68
8.1 EGNA REFLEKTIONER	68
8.2 SJÄLVKRITIK	69
8.3 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	70
KÄLLFÖRTECKNING	71
LITTERATUR	71
FORSKNINGSARTIKLAR	72
ÖVRIGA TRYCKTA KÄLLOR	73
INTERVJUER	73
MUNTLIGA KÄLLOR	73
ELEKTRONISKA KÄLLOR	73
BILAGA 1. EXEMPEL PÅ OMRÄKNING TILL VERKLIGT VÄRDE	74
BILAGA 2. NYCKELTAL OCH BERÄKNINGAR	75
BILAGA 3. INTERVJUFRÅGOR, KREDITANALYTIKER	76
BILAGA 4. INTERVJUFRÅGOR, AKTIEANALYTIKER	78
BILAGA 5. EMPIRISK ÖVERBLICK	80

Tabell- och figurförteckning

FIGUR 1. ÖVERBLICK ÖVER UNDERSÖKNINGSFAKTORER FÖR VÄRDERINGSMETODER	19
FIGUR 2. ÖVERBLICK ÖVER UNDERSÖKNINGSFAKTORER FÖR UPPLEVD RISKBILD	20
TABELL 1. SAMBANDET MELLAN SOLIDITET OCH SKULDSÄTTNINGSGRAD	26
TABELL 2. LÖNSAMHETEN FÖR INGETLÅN AB I TRE OLIKA SCENARIER.....	34
TABELL 3. LÖNSAMHETEN FÖR MEDLÅN I TRE OLIKA SCENARIER.....	35
TABELL 3. ÖVERBLICK AV VÄRDERINGSMETODERNAS BETYDELSE.....	62
TABELL 4. ÖVERBLICK AV RESPONDENTERNAS UPPLEVDA RISKBILD	64

Definitioner

Verkligt värde:	”det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs” ¹ .
Anskaffningsvärde:	”det belopp i likvida medel som erläggs eller det verkliga värdet för annan ersättning som lämnas vid förvärv av en tillgång vid tidpunkten för dess förvärv eller uppförande, eller, i tillämpliga fall, det belopp som hänförs till denna tillgång vid första redovisningstillfället i enlighet med de särskilda kraven i andra standarder, exempelvis IFRS 2 <i>Aktierelaterade ersättningar</i> ” ²
Förvaltningsfastighet:	”fastigheter (mark eller byggnad – eller båda) som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring, eller en kombination av dessa”. ³
Vakans:	Fastighet eller lokal i fastighet utan hyresgäst med innebörden att hyresintäkter uteblir.
Förvaltningsresultat:	Används i uppsatsen synonymt med rörelseresultat och avser fastighetsbolagens löpande intjäning.
Covenant:	En kravbild på låntagaren från långivaren, där exempelvis låntagarens nyckeltal måste uppnå en viss nivå. Understigs nivån har långivaren möjlighet att omförhandla eller säga upp lånet.
Komponentavskrivning:	Avskrivningsmetod där ”varje betydande del av den materiella tillgången skrivs av separat”. ⁴
Dolt reserv:	Ett dolt värde uppstår då tillgångarnas bokförda värde är lägre än deras verkliga värde.

¹ FAR FÖRLAG AB (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*

² ibid

³ ibid

⁴ ibid

1 Inledning

I det här kapitlet redogörs för de aktuella omständigheter som utgör uppsatsens bakgrund, vilket följs av en problemdiskussion där specifika problemområden lyfts fram. Detta leder in på problemformulering och uppsatsens övergripande syfte. Kapitlet avslutas med en kort genomgång av tidigare forskning inom området.

1.1 Bakgrund

Den 1 januari 2005 implementerades de nya internationella redovisningsstandarderna International Financial Reporting Standards (IFRS) och International Accounting Standards (IAS) i Europeiska Unionen, EU. Standarderna utfärdades av International Accounting Standards Board (IASB), ett oberoende expertorgan vars syfte är att harmonisera de redovisningsprinciper som används världen över.⁵ Detta då dagens globala kapitalmarknad kräver jämförbara redovisningar.⁶ Alla noterade bolag inom EU är nu således skyldiga att tillämpa standarderna vad gäller upprättandet av sina koncernredovisningar.⁷

Debatten om hur ett gemensamt redovisningsspråk skall skapas tog sin början på 1960-talet och har framförallt behandlat värderingsfrågan, det vill säga om tillgångar skall värderas till dess anskaffningsvärde eller till dess verkliga värde.⁸ Anskaffningsvärdet utgör det värde som tillgången anskaffats för och tillgångens verkliga värde kan liknas med dess marknadsvärde. Enligt traditionell svensk redovisningssed har alla bolag tidigare varit tvungna att redovisa tillgångar till sitt historiska anskaffningsvärde, emellertid ger nu IFRS/IAS-standarderna bolag möjlighet till att värdera tillgångarna till dess verkliga värde istället.

Ett område där de nya standarderna fått en särskild betydelse är redovisning av förvaltningsfastigheter, då värdet av dessa i regel utgör ett fastighetsbolags totala värde. Reglerna för hur dessa skall behandlas återges i IAS 40 *Förvaltningsfastigheter*, där rekommendationen är att förvaltningsfastigheterna skall värderas till verkligt värde i balansräkningen efter det första redovisningstillfället.⁹ En rekommendation som samtliga

⁵ FAR FÖRLAG AB (2005) *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS*, Stockholm: FAR Förlag AB

⁶ Artsberg, K. (2003) *Redovisningsteori - policy – och – praxis* Malmö: Liber AB

⁷ FAR FÖRLAG AB (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*

⁸ Artsberg, K. (2003)

⁹ FAR FÖRLAG AB (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*

börsnoterade fastighetsbolag i Sverige¹⁰ har valt att följa. Detta med motiveringen att värdering till verkligt värde ger en mer korrekt bild av företagets verksamhet, samtidigt som den alternativa anskaffningsvärdemetoden med dess komponentavskrivningar anses ohanterlig vad gäller byggnader av fastighetsbolagen.¹¹

1.2 Problemdiskussion

Värdering till verkligt värde har medfört stora konsekvenser för de fastighetsbolag som tillämpar metoden, både i positiv- och negativ bemärkelse¹². Metoden har bidragit till att bolagens dolda reserver har tydliggjorts i balansräkningen, vilken numera baseras på marknadsvärden jämfört med de tidigare historiska värdena.¹³ På så sätt ses informationen som mer användbar för intressenterna. Dock medför värdering till verkligt värde även en risk för ökade resultatfluktuationer, vilka kan försvåra värderingen av företag.¹⁴ Detta då värdeförändringarna av förvaltningsfastigheterna i enlighet med IAS 40 skall föras över resultaträkningen.¹⁵ Fastigheter som tillgångslag innehar en stor volatilitet och då fastigheter utgör höga värden får värdeförändringarna stora konsekvenser för resultatet som helhet. Detta i jämförelse med tidigare, då det löpande förvaltningsresultatet i fastighetsbolag är väldigt stabilt på grund av att hyreskontrakten ofta skrivs över en lång period.¹⁶ Värdeförändringarna, som utgörs av orealiserade vinster, tenderar således att överskugga fastighetsbolagens löpande intjäning¹⁷ och medför även en mer kortsiktigt orienterad redovisning eftersom vinsterna förskjuts från framtiden till nutid.¹⁸

Ytterligare en problematik som uppstått i och med värdering till verkligt värde är den subjektivitet som infinner sig i värderingarna eftersom de utgörs av uppskattningar och bedömningar. Studier visar att de bedömningar som görs innehar en osäkerhet eller en varians om +/- 10 procent, vilket leder till stora konsekvenser för ett företags soliditet och egna

¹⁰ De fastighetsbolag som är föremål för uppsatsen beskrivs utförligare i kapitel 2.4

¹¹ Mikael Ikonen, revisor på Ernst & Young

¹² De konsekvenser som värdering till verkligt värde medför för ett fastighetsbolags egna kapital, kan illustreras genom ett utdrag från Hufvudstadens årsredovisning 2004, där en jämförelse görs mellan de två värderingsprinciperna, se bilaga 1

¹³ Mikael Ikonen, revisor på Ernst & Young

¹⁴ Rundfelt, R. (1998) *Tendenser i börsbolagens årsredovisningar*, Stockholms Fondbörs

¹⁵ FAR FÖRLAG AB (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*

¹⁶ Christer Nerlich, ekonomi- och finansieringschef på AP Fastigheter AB

¹⁷ Roger Johansson, administrativ chef på Fabega AB

¹⁸ Gustavsson, C. & Nordlund, B (2001) Krav på upplysningar om verkligt värde för förvaltningsfastigheter, Balans, nr 8-9

kapital. Då fastigheter även påverkas av förändringar i marknaden över ett cykliskt förlopp kan osäkerhetsintervallet höjas ytterligare. Detta då faktorer såsom ökade vakanser, lägre hyror, högre låneräntor och ökad inflation resulterar i ökade direktavkastningskrav vid fastighetsinvesteringar, vilka i sin tur medför sjunkande marknadsvärden.¹⁹

Ett konkret problem som uppstått i samband med redovisning till verkligt värde, är den latent skatteskuld som uppkommer då fastigheter ökar i värde. För ett bolag vars fastighetsbestånd skrivits upp mycket i värde sedan införandet av IAS 40, kan en betydande del av det egna kapitalet utgöra latent skatt. Problemet är att fastighetsbolagen inte alltid är tillräckligt tydliga i årsredovisningarna med att kommunicera ut exakt hur mycket pengar som är avsatt för latent skatt²⁰. Detta leder många gånger till en gissningslek för den analytiker som har som avsikt att värdera ett fastighetsbolag, då det gäller att bedöma hur stort det svarta hålet av latent skatt egentligen är.

Ovan nämnda resonemang ställer oss lite förundrade. Är det verkligen så att IFRS/IAS standarden med dess metod, värdering till verkligt värde, underlättar bedömningen av ett fastighetsbolags företagsvärde? Intressenter såsom kreditgivare²¹ har även innan införandet av den nya standarden kunnat göra sina kreditbedömningar utifrån verkliga värden då dessa återgavs i tilläggsupplysningar. Skillnaden är att de uppskattade värdena nu redovisas direkt in i balansräkningen. Fastighetsbolag tenderar att sträva efter en hög grad av belåning, för att genom hävstångseffekt²² utvinna en så hög avkastning som möjligt på det investerade kapitalet samt skattemässiga fördelar²³ och har sedan tiden efter införandet av IFRS/IAS standarden enbart drabbats av positiva effekter. Detta då förhållandena på marknaden har varit gynnsamma, vilket medfört ett ökat bokföringsmässigt värde av tillgångsmassan för bolagen och således även en ökning av dess egna kapital. I och med att nyckeltal som exempelvis soliditet ökat, möjliggörs enligt den parametern en högre grad av belåning från kreditgivare. Den stora frågan är dock vad som händer när förhållandena på marknaden vänder. Effekterna torde bli de motsatta vid en nedåtgående trend, där värdeförändringarna istället belastar resultatet, tillgångarna minskar i värde, vilket således får ett minskat eget kapital till följd. Vid

¹⁹ Nordlund, B. & Persson, E. (2003) *Redovisning av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40: Vad händer vid osäkerhet i värdebedömningar och cykliska förlopp i ekonomin?*, Balans 2003, nr: 4

²⁰ I årsredovisningarna inkluderas latent skatt i posten avsättningar, tillsammans med bland annat pensionsavsättningar. Dock anges inte hur stor del som utgörs av latent skatt.

²¹ De kreditgivare som är föremål för uppsatsen beskrivs utförligare i kapitel 2.4

²² För en utförlig beskrivning av hävstångseffekten innebörd, se vidare kapitel 4.2.3

en hög grad av belåning, sett över en konjunkturcykel, torde värdering till verkligt värde därmed föra med sig en ökad osäkerhet vid kreditbedömningen av fastighetsbolag.

Ett stort antal fastighetsbolag gick i konkurs under fastighetskrisen i Sverige i början på 1990-talet, en kris som även drabbade kreditgivare hårt. Enligt finansinspektionen hade de svenska bankerna år 1989 sammanlagda kreditförluster på 0,3 procent av den totala utlåningen. År 1991 var siffran 4 procent, vilket motsvarade 36 miljarder kronor. Ett år senare var kreditförlusterna uppe i hela 50 miljarder kronor, en siffra som till stor del kan förklaras av krisen på fastighetsmarknaden och de prisfluktuationer som rådde där.²⁴ Med tanke på fastighetsbolagens möjligheter att i goda tider visa upp högt värderade, men likväl orealiserade, fastighetstillgångar i balansräkningen är det intressant att studera hur redovisning till verkligt värde påverkar kreditgivarnas värderingsmetoder. Många analytiker i fastighetsbranschen fruktar idag att risken för ett nytt bakslag för kreditinstituten föreligger, om dessa låter sig bländas av de ökade värdena hos tillgångarna i balansräkningen. Dessa ”verkliga” marknadsmässiga värden är ju långt ifrån verkliga, eftersom avyttring av fastigheter är en långtgående och oftast komplicerad process. Fastigheter kan med andra ord sägas ha en låg likviditet då de inte omedelbart kan omsättas i pengar, något som ett ”verkligt värde” mer eller mindre implicerar.

1.3 Problemformulering

Våra utgångspunkter i denna uppsats kan sammanfattas i tre omständigheter. För det första har IAS 40 sedan införandet medfört ökade fluktuationer i fastighetsbolagens balans- och resultaträkning samt i nyckeltalen. För det andra finns det incitament för fastighetsbolag att ha en hög belåningsgrad på grund av bland annat hävstångseffekt och skattemässiga fördelar. För det tredje har fastighetsbolagens tillgångar sedan införandet av IAS 40 den 1 januari 2005 ökat i värde bokföringsmässigt. Sammantaget torde en ökad belåning hos fastighetsbolagen möjliggöras, trots att det ökade värdet riskerar att fluktuera i högre utsträckning. Vi ställer oss därför frågan:

Vilka konsekvenser medför införandet av IAS 40 för kreditbedömning av fastighetsbolag?

²³ Pitschke, C. & Bone-Winkel, S. (2006) *The impact of the new Basel Capital record on real estate developers*, Journal of Property Investment and Finance, Vol. 24, no. 1

²⁴ Räckle, G (1994) *Alternativa finansieringslösningar för fastigheter*, Licentiatavhandling, Institutionen för fastigheter och byggnader, KTH, Stockholm

1.4 Övergripande syfte

Mot bakgrund av ovan formulerade problemställning, avser vi att i denna uppsats öka förståelsen för den inverkan som redovisning av fastighetstillgångar till verkligt värde har vid kreditbedömning av fastighetsbolag i Sverige. Eventuella konsekvenser undersöks utifrån två aspekter. För det första vill vi belysa huruvida fokus har förskjutits mellan kreditgivarnas värderingsmetoder sedan införandet av IAS 40. För det andra ställer vi oss frågan om kreditgivarna upplever en förändrad riskbild i samband med kreditgivning till fastighetsbolag sedan IAS 40 infördes. De två aspekterna kan ses som sammanlänkade därför att kreditgivarnas upplevda riskbild sätter ramarna för hur dessa väljer att analysera och bedöma ett fastighetsbolags kreditvärdighet. Undersökningen avgränsar sig därmed till ett intressentperspektiv.

1.5 Tidigare forskning

1.5.1 Kreditgivares analysmetoder

Pitschke, C. & Bone-Winkel, S undersöker i en studie hur finansieringen av nya fastigheter påverkas av standardiseringar, i detta fall av Basel II- reglerna²⁵. Syftet med studien är att utreda hur aktörerna bäst kan förbereda sig på de ändringar som är att vänta till följd av de nya reglerna och att presentera möjliga reaktioner från fastighetsbolag. Författarna finner att kostnaden för skuldsatt kapital kommer att öka för finansiering av fastighetsbolag till följd av Basel II. Kreditgivarna kommer dessutom att tvingas bli mer restriktiva i samband med kreditgivningen. En anledning till detta är att utvecklingen av nya fastigheter har en spekulativ karaktär, vilket tvingar fram en högre riskpremie som gör lånet dyrare för företaget. En annan anledning är att kreditgivarens administrativa kostnader kommer att öka, då denne oftare behöver uppdatera sig om fastighetsbolagens kreditvärdighet. Detta innebär för företagen ett högre krav på transparens med större insyn i verksamheten och större delgivning av information till allmänheten. Dessutom kommer kreditgivarna att kräva att företaget kan uppvisa en högre andel eget kapital än tidigare. Sammantaget kommer de

²⁵ Basel II är ett kapitalkravdirektiv som initierades och godkändes av EU 2005. Syftet med direktivet är att förbättra riskkänsligheten i systemet för regulativt kapital och att ställa hårdare krav på informationsdelgivning. Hårdare krav skall även ställas på tillsyns- och granskningsprocesser för kreditinstitut. (källa: Kreditinstitut 1 Årsredovisning 2005)

positiva effekterna av en hög belåning hos ett fastighetsbolag att mattas av och tillämpningen av hävstångseffekten kommer att bli svårare att fullfölja.²⁶

William G. Hardin har i en studie belyst problematiken med att värdera ett företag på ett objektivt sätt. Detta sker genom att undersöka hur kreditbedömningen av ett företag med fastighetstillgångar kan skilja sig åt mellan olika kreditgivare. Han ställer sig frågan om beslutet att bevilja ett lån påverkas av skilda typer av strategier och informationsökning samt om samma information som tillhandahålls värderas olika mellan olika kreditgivare. Utgångspunkten tas i ett beteendevetenskapligt perspektiv, där individens förutfattade meningar formas av bland annat tidigare erfarenheter och utbildning²⁷. I undersökningen har kreditgivare med olika specialistområden i USA studeras; dels kommersiella banker med inriktning mot fastigheter, dels ”private banking”. Båda grupperna av kreditgivare presenterades samma hypotetiska scenarier, två case med skilda ekonomiska förutsättningar.²⁸

Studien visade att kreditgivarens erfarenhet och specialistkompetens präglade dennes beslut att bevilja ett lån till ett företag med tillgångar i fastigheter. Borgenärens styrka, betydelsen av fastighetstillgångar och inkomst rangordnades och värderades på olika sätt. Förutom att kreditgivarna fann relevansen i informationen om företagen olika, sökte de även efter olika typer av information som grund för beslutet. Det resultat som studien visade stärker bilden av fastighetsbranschen som spekulativ. Huruvida ett fastighetsbolag får ett lån beviljat eller ej kan vara helt beroende av hur stor vikt kreditgivaren lägger vid fastigheternas uppskattade attraktivitet, verksamhetens kassaflöden eller övriga nyckeltal.²⁹

1.5.2 Kreditgivarens risk

Brown, D. belyser effekterna av den stora nedgången i marknadsvärden för kommersiella fastigheter i USA under slutet av 1980-talet. I en artikel jämför han nedgångens effekter hos de högbelånade fastigheterna med de mindre belånade bolagen med tillgång till public equity marknader. I analysen vägs även ägarstrukturens påverkan in. Det första resultatet som presenteras är att de fastighetsbolag som finansierat investeringar i fastigheter genom hög

²⁶ Pitschke, C. & Bone-Winkel, S (2006)

²⁷ Shanteau (1992) i Hardin, W. (1997) *Competence in experts, the Role of Task Characteristics, Organizational Behaviour and Human Decision Processes*, Vol. 53

²⁸ Hardin, W. (1997) *Heuristic use, credit constraint and real estate lending*, Journal of Property valuation and Investment, Vol. 15, No. 3

²⁹ *ibid*

belåning, reducerade sina nettoinvesteringar betydligt i nedgångsfasen. Detta berodde på försäljningar av utmäta fastighetstillgångar kombinerat med att nya lån togs i mycket liten utsträckning. För det andra visar han att fastighetsbolagen sällan gick med på att omförhandla de lån de underlåtit att betala. En stor majoritet av lånen drevs in genom utmätning trots indikationer om att marknaden för kommersiella fastigheter var hårt krisdrabbad. För det tredje var avkastningen för aktier i kraftigt belånade fastighetsbolag betydligt lägre än i de fastighetsbolag som finansierats på andra sätt.³⁰

Browns slutsatser har två implikationer. Den ena är ett bevis för tillgångars låga likviditet då en nedgång drabbar en bransch så hårt som fastighetsbranschen drabbades i slutet av 1980-talet, vilket får stora konsekvenser för bolagens förmåga att klara av betalningen av lånen. Den andra är ett bevis för att ägarledda bolag torde vara särskilt sårbara därför att kreditgivarens incitament till att omförhandla lånen i syfte att undvika utmätning är begränsade. Sammantaget kan sägas att värdeminskningen i fastigheterna i början av 1989 forcerade en systematisk försäljning av fastigheterna till priser under marknadsvärdena av kreditgivarna, vilka drev in tillgångarna genom utmätning.³¹

Som tidigare påpekats följer investeringarna i fastighetsbranschen ett cykliskt förlopp, vilket kan komplicera kreditbedömningen av fastighetsbolagen. Mei, J & Saunders, A har i en studie undersökt valda tidpunkter för investering i fastighetsbranschen hos kreditinstitut i USA under perioden 1970-1989. Bakgrunden utgörs av det faktum att fastighetsbranschen i USA under 1980-talet upplevde en stor svacka vilket ledde till betydande förluster för de kreditgivare som då valt att finansiera bolagens köp av fastigheter. Författarna ställer sig frågan vad som ligger bakom dessa missbedömningar samt om kreditgivarna förlitar sig alltför mycket på sambandet mellan tidigare uppvisad avkastning och framtida förväntad avkastning hos fastighetsbolagen.³²

Studien visar att kreditgivare under den undersökta perioden grundat kreditbeviljning på tidigare avkastning från fastighetsbolagen och även från branschen som helhet, snarare än framtida förväntad avkastning från fastighetsbolaget i fråga. Förenklat medför denna typ av

³⁰ Brown, D. (2000) *Liquidity and Liquidation, Evidence from Real Estate Investment Trusts*, Journal of Finance, Vol. 55, No. 1

³¹ *ibid.*

³² Mei, J. & Saunders, A. (1997) *Have U.S. Financial Institutions' Real Estate Investments Exhibited "Trend-Chasing" Behavior?*, Review of Economics and Statistics, Vol. 79, No. 2

investeringsstrategi att fastighetsbolagen lättare får lån beviljade under ”bubblor” och har svårare att få lån beviljade under nedgångar på marknaden. De undersökta kreditgivarna förväntade sig att en hög tidigare avkastning logiskt innebar en hög avkastning även i framtiden. Enligt författarna förklarar denna ”trendsökande” strategi hos kreditgivarna det dåliga resultat som uppvisades i branschen under 1980-talet.³³

Intressant är att Mei, J & Saunders, A tar upp problematiken med att bedöma avkastning från ett fastighetsbolag när de ekonomiska förutsättningarna av någon anledning ändras, exempelvis genom införandet av nya redovisningsregler. Författarna ifrågasätter även metoden att redovisa tillgångar till verkligt värde, eftersom det tenderar att förstärka det trendsökande beteendet hos kreditgivarna. Författarna menar att redovisning till verkligt värde kommer att generera högre avkastningskrav under högkonjunktur och lägre avkastningskrav under nedgångar. Således riskerar kreditgivare att bevilja lån på grund av en positiv historisk utveckling, trots att en nedgång faktiskt är att vänta på fastighetsmarknaden.³⁴

1.6 Uppsatsens relevans

Få studier belyser redovisningsregler ur ett intressentperspektiv, trots att det till stor del är för intressentens skull som bolagens externa redovisning tillämpas. Ännu färre studier behandlar hur ändrade redovisningsregler påverkar intressenten som risktagare. Mei, J & Saunders, A. hävdar i ovan nämnd artikel att redovisning till verkligt värde kan öka ett trendsökande beteende hos kreditgivare. Detta påstående gjordes innan de nya reglerna implementerades. Vi finner det därför relevant att åter belysa området, nu när redovisning till verkligt värde har införts. Deras studie byggde, liksom flertalet inom området, på kvantitativa data i form av statistik och historik från kreditinstitut. Vi anser dock att det är värdefullt att fånga kreditgivarnas egna uppfattningar kring bedömning och riskbild, eftersom de fattar de verkliga besluten om fastighetsbolagens kreditvärdighet.

³³ Mei, J. & Saunders, A. (1997)

³⁴ Mei, J. & Saunders, A. (1997)

En aktuell omständighet som slutligen motiverar relevansen i denna studie, är att fastighetsbranschen i skrivande stund under en längre tid har befunnit sig i en högkonjunktur som förr eller senare kommer att ge vika. När så sker, kommer likviditeten på marknaden att minska, något som tidigare studier bevisat. När likviditeten minskar, minskar även fastighetsbolagens möjligheter att fullfölja sina förpliktelser gentemot kreditgivare. Därför vill vi belysa kreditgivarnas värderingsmetoder och upplevda riskbild nu när nya redovisningsstandarders har införts, vilka påverkar fastighetsbolagens tillvägagångssätt att kommunicera ut finansiell information.

2 Metod

I detta kapitel beskrivs först valet av undersökningsmetod och undersökningens struktur. Strukturen har delats upp kring ett antal delfaktorer, vilka redogörs för och motiveras. Därefter presenteras källorna samt urvalet för undersökningen och undersökningens genomförande beskrivs. Slutligen förs en diskussion kring den metod som valts.

2.1 Val av undersökningsmetod

Den datainsamlingsmetod som vi valt att tillämpa är av kvalitativ karaktär i form av intervjuer. Anledningen till det är att vi undersöker en företeelse som är relativt ny, vilket innebär att det är för tidigt att hitta mönster genom en statistisk analys. Eftersom standarden implementerades så sent som i januari 2005, torde det ännu inte vara möjligt att se någon korrelation mellan exempelvis positiva värdeförändringar och ökad belåning hos fastighetsföretag. Eftersom vår ansats är deskriptiv och vårt syfte är att skapa förståelse kring ett fenomen snarare än att förklara det, ser vi det därför som lämpligt att göra en kvalitativ undersökning.

Vidare anses en kvalitativ ansats vara passande då den egna förförståelsen av problemområdet är liten³⁵. Så var fallet när denna uppsats påbörjades, då vi hade begränsad information om hur kreditanalytiker gick tillväga för att värdera ett fastighetsbolag. Allt eftersom undersökningen framskred, hade vi möjlighet att fördjupa oss i de aspekter som visade sig vara särskilt intressanta och i dem som vi inte kände till inledningsvis. Dock hade vi från början en förutbestämd grundstruktur bestående av de faktorer som undersökningen skulle byggas upp kring. Vilka dessa är och hur de valdes ut, redogörs för i nästkommande kapitel.

2.2 Undersökningens struktur

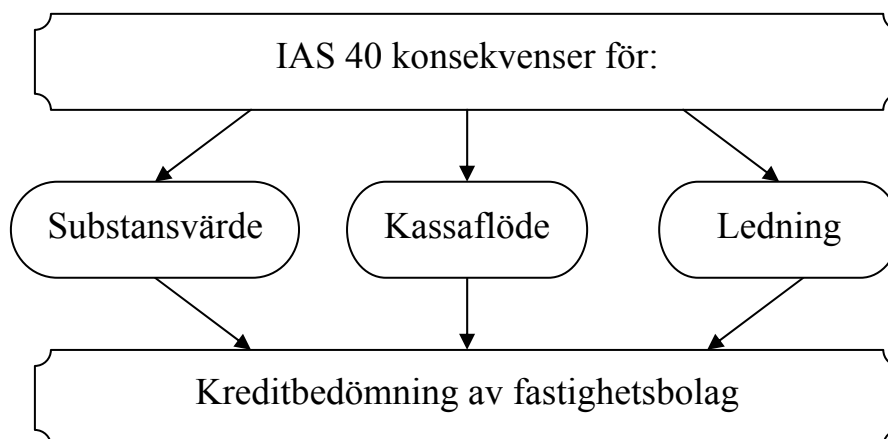
Som vi nämnt inledningsvis är vårt syfte med uppsatsen dels att undersöka om kreditgivarna upplever en förändrad riskbild i samband med kreditgivning till fastighetsbolag, dels undersöka huruvida fokus har förskjutits mellan kreditgivarnas värderingsmetoder sedan införandet av IAS 40. För att undersöka respektive aspekt har vi valt ut ett antal specifika faktorer som vi anser vara relevanta.

³⁵ Holme, I. & Solvang, B. (1997) Forskningsmetodik, *Studentlitteratur*, Lund

2.2.1 Konsekvenser av IAS 40 för kreditgivarens värderingsmetoder

Vi har valt ut tre huvudsakliga faktorer som traditionellt sett har betydelse när ett fastighetsbolags kreditvärdighet skall bedömas. Dessa är substansvärde, kassaflöde och ledningskompetens. I tidigare studier framgår det att de fyra främsta faktorerna vid kreditbedömning av fastighetsbolag i fallande ordning är substansvärde, kassaflöde, skuldsättningsgrad/soliditet och ledningens kompetens.³⁶ Dessa begrepp förklaras mer utförligt i kapitel 3. Vidare tas i studien övriga nyckeltal såsom vinst per aktie, räntabilitet och P/E-tal upp som betydelsefulla. Vi har i denna uppsats valt att behandla substansvärdering och skuldsättningsgrad/soliditet under begreppet substans, då vi anser att dessa påverkas likartat av införandet av IAS 40. Skuldsättningsgrad och soliditet är endast mått på substansen. De huvudsakliga faktorerna beträffande värderingsmetoder åskådliggörs nedan.

Figur 1. Överblick över undersökningsfaktorer för värderingsmetoder



Källa: Författarnas illustration

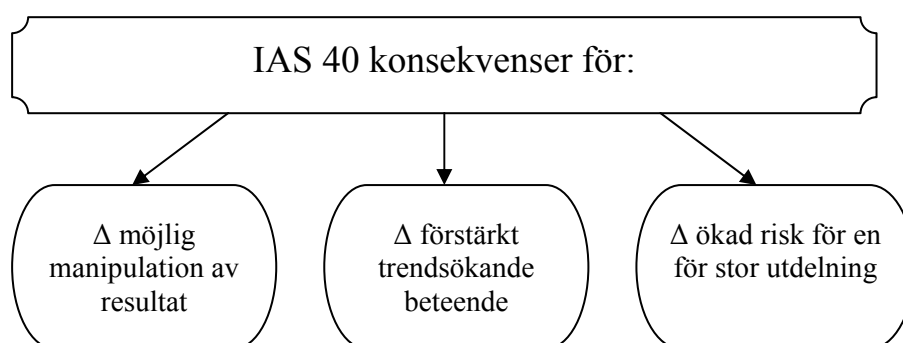
2.2.2 Konsekvenser för kreditgivarens upplevda riskbild

Vi har även i denna aspekt valt ut tre specifika faktorer som vi tror att riskbilden torde ha förändrats inom och som undersökningen i detta avseende kommer att byggas upp kring. Den första faktorn är en möjlig manipulation av resultat från bolagens sida i syfte att möjliggöra en ökad belåning i bolaget, som en följd av de nya reglerna. Eftersom ökade värden på fastigheterna leder till ökat eget kapital i bolaget, torde incitament finnas att manipulera resultatet.

³⁶ Olbert, L., (1992) *Värdering av aktier: Finansanalytikens värderingsfaktorer och informationskällor*, Lunds Universitet. (Övr. viktiga faktorer är i fallande ordning anställdas kompetens, rörl.kapital, direktavkastning).

Den andra faktorn är ett möjligt förstärkt trendsökande beteende hos kreditgivaren, till följd av de nya reglerna. Denna faktor har valts utifrån Mei, J. & Saunders, A. tidigare genomförda studie, enligt vilken marknadslägena förutspås väga tyngre i fastighetsbolagens historik efter införandet av IAS 40. Den tredje faktorn är att det är möjligt att ökade krav ställs från ägarna på högre utdelningar från fastighetsbolagen då värdeförändringarna inkluderas i resultatet, vilket kan riskera att utarma kapitalet i fastighetsbolagen under en nedåtgående trend. De huvudsakliga faktorerna för att undersöka kreditgivarnas upplevda riskbild åskådliggörs nedan.

Figur 2. Överblick över undersökningsfaktorer för upplevd riskbild



Källa: Författarnas illustration

2.3 Källor

Kreditbedömningar av fastighetsbolag är ofta omfattande, komplexa processer i vilka ett flertal aktörer engageras. Även hos kreditinstituten involveras ett flertal funktioner och analytiker med olika roller. Dessa fungerar som värderare, rådgivare, medlare och mäklare, vilka alla ger någon form av utlåtande i affären. Således är det svårt att urskilja och isolera de personer hos kreditinstituten som har den rena ”kreditbedömarrollen”. Av den anledningen har vi valt att intervjua ett flertal personer som har skilda roller i kreditbedömningen av fastighetsbolag hos tre stora banker i Sverige. Vi vill på så sätt belysa problemområdet ur olika perspektiv, för att spegla de olika angreppssätt som kreditbedömningen innefattar.

Dock kan det vara svårt att få en helt objektiv bild av standardens konsekvenser för kreditbedömning av fastighetsbolag enbart genom att undersöka hur kreditgivarna själva bedömer att värderingsmetoderna har påverkats. Därför har vi även valt att genomföra

ytterligare en intervju med en aktieanalytiker. Även aktieanalytikern hade specialistkompetens inom fastighetssektorn. Fördelen med att intervjua denne är att det tillför undersökningen information om den nya standardens påverkan på värdering av fastighetsbolag på ett mer generellt plan. Aktieanalytikern arbetar inte själv med det riskperspektiv som kreditbedömaren gör i analyserna, men gör i övrigt värderingar av bolagen på ett likartat sätt. Denne har även en god inblick i kreditinstitutens värderingsmetoder och vad som påverkar ett fastighetsbolags kreditvärdighet. Vidare är aktieanalytikerns synpunkter på området värdefulla för oss då denne ofta har insyn i de transaktioner som sker på fastighetsmarknaden, transaktioner som i regel även involverar kreditgivare. Vi är medvetna om att aktieanalytikerns ståndpunkter inte direkt kan jämföras med kreditgivarnas. De används i analysen för att sätta kreditbedömningen i relation till värdering av ett företag generellt.

Under arbetets gång uttryckte vissa av intervjupersonerna önskemål om att inte framträda med sitt eller företagets namn. Därför valde vi att anonymisera samtliga intervjupersoner i undersökningen, då vi inte ansåg att offentliga uppgifter skulle förändra undersökningens trovärdighet. Konfidentialitet är ett viktigt inslag då de uppgifter som intervjupersonerna lämnar betraktas som känsliga³⁷, vilket är fallet med de värderingsmetoder som används vid kreditbedömning. Emellertid råder en konflikt mellan anonymitet i undersökningar och vetenskaplig forskning, därför att resultatet måste kunna återskapas för att kunna kontrolleras externt³⁸. Dock har vi genom anonymiseringen troligtvis fått tillgång till information som annars inte varit möjligt, då intervjupersonerna har framträdande roller hos respektive kreditinstitut vars uttalanden kontinuerligt granskas i offentliga medier.

Förutom primärdata i form av intervjuer har även sekundärdata använts i uppsatsen. Fakta om de undersökta kreditinstituten som analytikerna representerar har hämtats från företagens hemsidor. Den litteratur som omnämns i kapitlet Tidigare forskning har insamlats via artikeldatabaserna J-stor och Econlit, vilka bland annat innehåller forskningsartiklar inom ämnet företagsekonomi. Debattartiklar inom området redovisning till verkligt värde har hämtats från tidsskriften Balans som ges ut av FAR (Föreningen Auktoriserade Revisorer). Vidare har även litteratur sökts via den nationella bibliotekskatalogen Libris. De sökord som använts har framför allt varit "real estate", "leverage", "risk", "stakeholder", "accounting", "capital structure" och "fair value".

³⁷ Kvale, S (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*, Studentlitteratur, Lund

2.4 Undersökningsnivå och urval

I Sverige fanns det den 12 maj 2006 27 843 aktiva fastighetsbolag, vars huvudnäring är av kommersiella och/eller bostadslokaler samt industrilokaler. Av dessa utgör 12 235 bolag vars huvudnäring är kommersiella fastigheter, 8 418 bostadsfastighetsbolag och 7 190 industrifastighetsbolag.³⁹ De fastighetsbolag som indirekt är föremål i undersökningen begränsas emellertid till dem som tillämpar IFRS/IAS 40 standarderna. Dessa utgörs av de 14 börsnoterade koncernbolagen under ovan nämnda näringsgrenar⁴⁰ samt AP Fastigheter och Vasakronan.

Det som undersökningen huvudsakligen behandlar är kreditinstitut på branschnivå. Den totala populationen av svenska kreditinstitut bestod den 12 maj 2006 av 133 aktiva bolag under kategorin ”centralbank och bankverksamhet”. Med hänsyn till uppsatsens omfång och de resurser som stått till vårt förfogande, har vi inte haft möjlighet att undersöka samtliga av dessa. Därför har vi ur ovan nämnda kategori valt att analysera värderingsmetoderna hos tre kreditinstitut som tillhör de största på den nordiska marknaden⁴¹.

Valet av kreditanalytiker skedde subjektivt genom att vi tog kontakt med respektive banks huvudkontor och bad att få träffa representanter med specialistkompetens inom fastigheter. Ett kriterium som vi hade var att de representanter som valdes ut skulle ha arbetat med fastigheter som inriktning i minst tre år. Det visade sig att ett relativt litet antal personer i respektive bank hade den roll vi sökte för undersökningen, varför valet av respondenter var tämligen begränsat. Aktieanalytikern valdes ut med hänsyn till dennes kompetens och insyn i fastighetsbranschen.

Nackdelen med att använda sig av subjektivt urval är att generaliserbarheten inte blir lika stor som vid ett sannolikhetsurval⁴². Dock anser vi att det material som undersökningen grundar sig på ger en representativ bild av problemområdet, då personer systematiskt valdes ut som ansågs ha störst erfarenhet och kunskap om kreditbedömning av fastighetsbolag. Informationsinnehållet från intervjuerna kan nämligen göras mer relevant om de respondenter

³⁸ Kvale, S (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*, Studentlitteratur, Lund

³⁹ Katarina Nordström, Statistiska Centralbyrån, Företagsregistret

⁴⁰ <http://www.leimdorfer.se/research/research.htm#> Bolagsöversikten

⁴¹ Katarina Nordström, Statistiska Centralbyrån, Företagsregistret

⁴² Holme, I. & Solvang, B. (1997)

som väljs ut på goda grunder kan antas ha stor kännedom om det som ska undersökas⁴³. Generaliserbarhet är heller inte det främsta målet med en kvalitativ undersökning såsom denna. De personer som intervjuats i vår undersökning har följande befattningar:

- Intervjuperson 1, Kreditchef och vVD, Kreditinstitut 1
- Intervjuperson 2, Senior Credit Analyst, Kreditinstitut 2
- Intervjuperson 3, Credit Research, Kreditinstitut 2
- Intervjuperson 4, Credit Analyst, Kreditinstitut 3
- Intervjuperson 5, Financial Analyst, Kreditinstitut 2

2.5 Undersökningens genomförande

2.5.1 Intervjuer

Intervjuerna genomfördes under perioden 2006-03-22 till och med 2006-04-25 på respektive företags huvudkontor och varade i ca 1 timme vardera. Identiska frågor ställdes till kreditanalytikerna, se bilaga 3. Samma frågor med undantag för de som specifikt behandlar kreditspecifika instrument ställdes till aktieanalytikern, se bilaga 4. Intervjuerna var vidare halvstrukturerade där frågorna var konstruerade efter olika teman, vilka vi ville låta intervjupersonerna tala relativt fritt kring. Beroende på hur samtalen utvecklades, täcktes en del teman vissa gånger av respondentens resonemang utan att vi behövde ställa motsvarande fråga. Dock styrde vi samtalet kring våra förutbestämda teman, för att bättre kunna åstadkomma en jämförelse respondenterna emellan.

Med respondenternas tillåtande skedde intervjuerna under ljudupptagning för att undvika missstolkningar och för att helt kunna fokusera på det som sades. Ljudupptagningarna skrevs sedan ut i fulltext. Därefter har vissa kompletteringar gjorts via kontakt med respondenterna per e-post. För att minimera risken för feltolkningar och missförstånd, har vi även låtit respondenterna ta del av vårt sammanställda empiriska material för godkännande.

2.5.2 Framställning av data

Då undersökningen kretsar kring en avgränsad grupp individer och händelser, vilket är fallet i denna uppsats, anses det lämpligt att presentera källmaterialet som en sammanhållen helhet⁴⁴.

⁴³ Holme, I. & Solvang, B. (1997)

Vi har därför valt att framställa våra data efter samma teman som vi senare kommer att återknyta till i analysen. Det innebär att respondentens svar på våra frågor och samtalet som helhet har strukturerats in efter fristående och förutbestämda kategorier. Eftersom vår ambition med intervjuerna är att fånga respondenternas verklighetsbild i så stor utsträckning som möjligt, har vi valt att flitigt citera dem. Emellertid kan det vara problematiskt att fullt ut återge citaten exakt såsom de formulerades, då dessa ibland innehåller upprepningar, felsäningar eller överflödiga information som riskerar att förvirra läsaren och överskugga personens budskap⁴⁴. Av den anledningen har vi i viss mån valt att sammanfatta citaten för att göra texten mer läsvänlig, dock utan att ändra det sagda.

2. 6 Metoddiskussion

En alternativ metod hade varit att genomföra en enkätundersökning bland ett större antal kreditgivare för att få en mer generell bild. Den skulle innehålla ett mindre antal generella frågor om upplevd risk i samband med kreditgivning till fastighetsbolag. På så sätt skulle vi få en större generaliserbarhet än från enbart intervjuer. Nackdelen med detta är att det kan vara svårt att få fram ett tillräckligt stort antal respondenter med tillräckligt stor kompetens mångårig erfarenhet inom området. Detta alternativ har dock en mer kvantitativ ansats, vilket hade varit lämpligt om vi eftersträfvade en högre generaliserbarhet. Det är inte fallet i vår undersökning.

Ett annat alternativ skulle vara att undersöka om kreditbedömningen ser olika ut för de fastighetsbolag som tillämpar de nya reglerna jämfört med de fastighetsbolag som inte gör det. Det skulle i så fall tyda på att bankernas värderingsmetoder har påverkats. Dock finns det svårigheter med detta alternativ. De fastighetsbolag som tillämpar den nya redovisningsstandarden är i första hand stora börsnoterade företag, vilka redan från början har helt andra förutsättningar vid kreditbedömning än mindre onoterade bolag. Fastighetsbestånden ser vanligen olika ut och de handlar troligtvis även med fastigheter på olika sätt. Därför kan det vara problematiskt att härleda eventuella skillnader i kreditbedömningen till enbart redovisning till verkligt värde av fastigheter. En jämförelse mellan dessa två är med andra ord svår att göra.

⁴⁴ Nylén, U. (2005) *Att presentera kvalitativa data*, Liber AB, Malmö

⁴⁵ *ibid.*

3 IAS 40 och värderingsfaktorer

Under denna rubrik redogör vi kortfattat för de huvudsakliga tekniker som används för att värdera ett företag. Inledningsvis ges en kort beskrivning av den redovisningsstandard som berör förvaltningsfastigheter.

3.1 Kort om IAS 40

Syftet med IAS 40 är att ange hur förvaltningsfastigheter skall behandlas i redovisningen samt vilka upplysningar som krävs. I enlighet med IAS 40 skall en förvaltningsfastighet vid dess förvärv redovisas till dess anskaffningsvärde. Emellertid ger IAS 40 vid andra redovisningstillfället möjlighet till att fortsättningsvis redovisa förvaltningsfastigheten till verkligt värde. I sådana fall skall bolaget som innehar förvaltningsfastigheten även övergå till att värdera samtliga förvaltningsfastigheter i dess bestånd till dess verkliga värde. Förvaltningsfastighetens verkliga värde skall vidare återspegla marknadsvillkoren per balansdagen. Värdeförändringarna skall redovisas i resultaträkningen för den period i vilken vinsten eller förlusten uppkommer. Väljer företaget att praktisera den alternativa anskaffningsvärdemetoden, skall komponentavskrivningar tillämpas.⁴⁶

3.2 Substansvärdering

Vid en substansvärdering studeras värdet av ett företags tillgångar och skulder, dvs. företags substans, där substansvärdet utgörs av differensen mellan de företags tillgångar och skulder (se bilaga 2). Substansvärdet är således detsamma som företags egna kapital. Emellertid kan sällan ett bolags bokförda värden likställas med dess verkliga värden, vilket utgör det huvudsakliga problemet vid substansvärdeberäkningarna. Tillgångarna och skulderna beräknas således om och justeras till ett bestämt verkligt värde. Detta så att dolda reserver som finns i företaget löses upp till ytan.⁴⁷

⁴⁶ FAR FÖRLAG AB (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*

⁴⁷ Nilsson, H. Isaksson, A. & Martikainen T. (2002) *Företagsvärdering*, Studentlitteratur, Lund

3.3 Skuldsättningsgrad/Soliditet

Soliditet och skuldsättningsgrad är två olika nyckeltal som visar på ett bolags finansiella styrka, genom att mäta relationen mellan eget kapital och skulder i ett bolag (se bilaga 2). Soliditeten, som mäter ett företags långsiktiga betalningsförmåga, är dock det mest förekommande måttet. Ett högt värde indikerar på en god långsiktig betalningsförmåga och vice versa vad gäller skuldsättningsgraden. Vad som kan anses vara en bra soliditet hos ett företag skiljer sig från bransch till bransch. Det finns ett direkt matematiskt samband nyckeltalen emellan, där soliditeten visar eget kapital i förhållande till totalt kapital och skuldsättningsgraden visar skulderna i förhållande till eget kapital i ett bolag. I tabellen nedan illustreras sambandet, där högre soliditet innebär lägre skuldsättningsgrad.⁴⁸

Tabell 1. Sambandet mellan soliditet och skuldsättningsgrad

Soliditet EK/(S+EK) i %	10	20	30	40	50	60	70	80	90
Skuldsättningsgrad S/EK	9,0	4,0	2,3	1,5	1,0	0,7	0,4	0,3	0,1

Källa: Nilsson, H. Isaksson, A. & Martikainen T 2002

3.4 Kassaflöde

I värderingsmodeller som baseras på ett företags kassaflöde utgörs fokus av de flöden som företaget genererar till sina ägare. ”Kassaflödet kan ses som det maximala belopp som företaget kan överföra till sina aktieägare utan att för den skull avstå från framtida tillväxt. Det innebär att det är det belopp som finns kvar efter det att företaget fullgjort sina åtaganden samt genomfört nödvändiga investeringar”. Ett företags kassaflöde uppskattas genom tre huvudmoment:⁴⁹

1. *Utgångspunkt tas från företagets nuvarande vinst:* Utgångspunkten är alltid ett vinstmått som är hämtat från företagets resultaträkning. Vinstmättet justeras sedan från poster som inte är likviditetspåverkande. Därmed kan basårets kassaflöde erhållas vilken utgör grunden för framtida prognostisering av kassaflöden.

⁴⁸ Nilsson, H. Isaksson, A. & Martikainen T. (2002)

⁴⁹ ibid.

2. *Framtida tillväxt beaktas genom företagets gjorda investeringar:* Det är framförallt viktigt att ta hänsyn till två aspekter vad gäller prognostisering av framtida tillväxt: rörelsekostnader och investeringskostnader. Nettoinvesteringars kassaflöde utvinns genom att jämföra respektive anläggningstillgångskontons utgående och ingående balans. Ökat rörelsekapital, som finansieras liksom anläggningstillgångar av långfristiga skulder eller eget kapital, är en förutsättning för ökad tillväxt. Ett ökat rörelsekapital innebär dock att kassaflödet minskar då bolaget binder upp pengar, varför behovet av ökat rörelsekapital är viktigt att beakta.
3. *Fritt kassaflöde beräknas:* Fritt kassaflöde, eller fritt kassaflöde till aktieägarna (FKFA), avser det kassaflöde som återstår efter att verksamheten har fullgjort sina förpliktelser och gjort nödvändiga investeringar. FKFA utgör således det överskott på pengar som företaget kan dela ut till aktieägarna utan att värdet på bolaget reduceras.

3.5 Räntetäckningsgrad

Räntetäckningsgraden anger hur väl företaget täcker sina räntekostnader. Graden räknas ut genom att rörelseresultatet efter avskrivningar först adderas med de finansiella intäkterna (se bilaga 2). Därefter divideras summan med de finansiella kostnaderna. En räntetäckningsgrad på 1,0 ggr innebär att företaget gör ett nollresultat efter finansiella kostnader. En lägre räntetäckningsgrad, det vill säga under 1,0 ggr, innebär att företagets resultat är negativt resultat efter finansiella poster.⁵⁰ Beräkning av räntetäckningsgraden illustreras i bilaga 1.

3.6 Företagsledning

Företagsledningens roll är att säkra företagets överlevnad genom att utvärdera och se nya i möjligheter i företagets omgivning. Ledningen ansvarar för företagets interna- respektive externa effektivitet och formar sin omvärld med hjälp av strategier. Strategierna används framförallt för att vinna nya koalitionsmedlemmar och intressenter samt att påverka de redan befintliga strävan mot ett mål, där handlingsutrymmet begränsas till företagets resurser. För att strategierna ska kunna hanteras så effektivt som möjligt krävs det att ledningen har en god

⁵⁰ http://www.ekonomi-info.nu/webbsystem/pages/show_standardelement.asp?ID=334&isLoginRequired=False&freshstamp=2006%2D05%2D10+23%3A35%3A12

kännedom om vilka resurser som bolaget är i behov av, vilka som är tillgängliga och hur dessa kan användas och omvandlas. En god kännedom krävs dessutom om företagets medarbetare och intressenter. Detta för att utkristallisera vad de bidrar med, vilken makt de har, vilket utbyte företaget har med dem samt vilka förväntningar de har på företaget. På så sätt kan ledningen genom sitt strategiska arbete effektivisera den totala verksamheten genom att omskapa resursanvändningen och resursutbytet samt söka påverka intressenternas förväntningar.⁵¹

⁵¹ Ljung, A O. (1992) *Intressentstrategier*, Stockholm: Graphic Systems

4 Teori

I detta kapitel redogörs för de teorier som valts för att belysa uppsatsens problemområde, vilka huvudsakligen har utgångspunkterna i intressentteori och Modigliani Millers teorem. Slutligen presenteras vår referensram som knyter an till undersökningens struktur som tidigare presenterats i kapitel 2.

4.1 Intressentteori

4.1.1 Definition av begreppet intressent

Begreppet ”intressent” indikerar på en aktör som innehar ett intresse av ett företags verksamhet eftersom denne påverkas eller påverkar företagets aktiviteter. Exempel på sådana aktörer är bland andra: ägare, långgivare, investerare och leverantörer. Emellertid är begreppet, som är en översättning från det engelska begreppet ”stakeholder”, inte oomtvistat. Detta då engelskans ”stakeholder” inbegriper att intressenten även ska ha gjort en mer bindande insats i företaget. Gemensamt för båda begreppen är dock att det föreligger en ömsesidig påverkan mellan intressenten och företaget, något som vanligtvis grundar sig i utbyte av resurser.⁵²

Det engelska begreppet ”stake” implicerar således att något står på spel för en viss aktör eller grupp i företagets omvärld. Därför har det engelska begreppet en tydligare anspelning på risk än vad det svenska begreppet intressent har, eftersom någonting kan gå förlorat hos intressenten om inte företaget fullföljer sitt uppdrag. Intressenter kan klassificeras som frivilliga- eller ofrivilliga riskbärare. Den frivilliga riskbäraren har investerat kapital eller någon form av värde i företaget, medan den ofrivilliga riskbäraren påverkas av företagets aktiviteter utan att ha valt det själv. Clarkson definierar intressenter enligt följande:⁵³

Intressenter har, eller gör anspråk på, ägarskap, rättigheter eller intressen i ett företag och dess aktiviteter.

Kreditgivare är ett tydligt exempel på en frivillig riskbärare, varför vi i denna uppsats framför allt behandlar intressenter utifrån denna, något smalare ansats. Relationen mellan företaget

⁵² Ljungdahl (1999) *Utveckling av miljöredovisning i svenska börsbolag*, Lund University Press, Lund

⁵³ Clarkson, M. (1995) *A Stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, Academy of Management Review, vol. 20

och dess intressenter kan vidare ses ur olika perspektiv, från ett påverkan- eller maktförhållande till en ömsesidig beroenderelation. Johnson & Scholes har begränsat begreppets ytterligare genom att lyfta fram just det ömsesidiga beroendeförhållandet mellan aktörerna, en definition som vi anser ringar in fastighetsbolagets och kreditgivarens relation på ett passande sätt. De definierar begreppet enligt följande:⁵⁴

Intressenter är de grupper eller individer som är beroende av att företaget uppfyller sina egna mål och som företaget i gengäld är beroende av.

4.1.2 Intressentgrupper

Intressenterna kan kategoriseras in i två grupper, nämligen interna och externa⁵⁵. Till de interna hör de individer och grupper som finns inom företaget, med andra ord de anställda, ledningen och ägarna. Till de externa hör de individer och grupper som är verksamma i företagets omvärld, såsom leverantörer, konkurrenter, fackföreningar och finansiärer. De olika intressentgrupperna påverkas olika av den information och de signaler som företaget sänder ut på grund av att grupperna själva har egna intressen i företaget⁵⁶. Kreditgivare tillhör en intressentgrupp med viss ekonomisk makt över företaget, då dessa antingen kan begränsa eller utöka företagets möjligheter att få tillgång till kapital vid behov⁵⁷.

Intressenterna kategoriseras vidare enligt ett instrumentellt synsätt i primära och sekundära intressenter. Företagsledningens fokus riktas där framförallt mot att behandla de primära såsom långgivare, eftersom de bidrar med resurser som är av stor vikt för företagets fortsatta verksamhet.⁵⁸ Det centrala är hur företagsledningen skall förhålla sig till intressenterna,⁵⁹ vilket medför att intressenterna med dess krav på företaget inverkar på företagsledningens val av strategier. På så sätt kan verksamhetens resurser på bästa sätt nyttjas med omgivningen.⁶⁰ Därmed utgör redovisningsinformation om företaget ett viktigt element för företaget i syfte att

⁵⁴ Johnson, G & Scholes, K (1999) *Exploring Corporate Strategy –text and cases*, Prentice-Hall

⁵⁵ Harrison, J.S. & St. John, C.H. (1994) *Strategic Management of Organizations and Stakeholders*, West Publishing Co, St, Paul

⁵⁶ Mitroff (1983) *Stakeholders of the Organizational Mind*, Jossey-Bass Publishers, San Fransisco

⁵⁷ Harrison, J.S. & St. John, C.H. (1994)

⁵⁸ Pfeffer, J & Salancik, G. R. (1978) *The External Control of Organizations: A resource Dependence perspective*, Harper&Row, New York

⁵⁹ Donaldson, T. & Preston, L. E. (1995) *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications*, Academy of Management Review, vol. 20, no.1

⁶⁰ Ullmann, A. (1985) *Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance of U.S. Firms*, Academy of Management Review, vol. 10, nr. 3

vinna dess intressenters understöd och godkännande för verksamheten, eller i syfte att distrahera dem från motstånd och ogillande.

4.1.3 Intressentens behov av information

Företagets redovisning är som ovan nämnts en viktig information som skickas ut till kreditgivare som intressentgrupp. När nya standarder införs som reglerar utformningen av denna information, ändras även intressentgruppens förutsättningar att skapa sig en bild av företaget. Johnson & Scholes betonar vikten av att företaget skickar ut rätt information som speglar dess verksamhet, för att relationen med intressenten skall förbli god. Ledningen måste även hålla intressenterna uppdaterade om vilka strategier som implementeras i företaget eller vilka åtgärder som företaget vidtar på marknaden. Detta blir viktigt i synnerhet då ett beroendeförhållande råder aktörerna emellan, vilket är fallet mellan fastighetsbolaget och kreditgivaren.⁶¹

Företagens redovisning kan sägas ha fyra kvalitativa egenskaper, vars syfte är att göra informationen i de finansiella rapporterna så användbar som möjligt för ett företags intressenter. Dessa utgörs av⁶²:

- Begriplighet - att de finansiella rapporterna skall vara lätta att förstå
- Relevans – att informationen ska inneha ett värde som beslutsunderlag för användaren
- Tillförlitlighet – att informationen skall på ett korrekt sätt spegla verksamhetens händelser och transaktioner, den skall vara neutral och fullständig samtidigt som den måste redovisas i enlighet med ekonomisk innebörd och inte enbart enligt juridisk form.
- Jämförbarhet – användarna dels skall dels kunna jämföra samma företag under en längre tid så att trender kan utläsas samt dels kunna jämföra olika företag

⁶¹ Johnson, G & Scholes, K (1999)

⁶² FAR FÖRLAG AB (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*

4.2 Kapitalstruktur och effekter vid belåning

För den analytiker som ska prognostisera och bedöma ett fastighetsbolags framtida återbetalningsförmåga, är kapitalstrukturen en viktig faktor att ta hänsyn till. Graden av risk som en kreditgivare förknippar med att bevilja ytterligare lån till ett företag har nämligen en stark koppling till hur stor del av företaget som redan är finansierat med lån.

4.2.1 Modigliani Millers teorem

Hur påverkar kapitalstrukturen värdet på ett företag? Det klassiska svaret på den frågan levererades av Modigliani Miller (MM) i en serie artiklar som kom att utgöra grunden för modern teori om Corporate Finance. De hävdar att om ett företags framtida investeringar tas för givet, kommer värdet av de existerande aktierna inte att påverkas av hur investeringarna finansieras⁶³. Med andra ord argumenterar MM för att ett företag inte kan ändra sitt värde enbart genom att ändra sin kapitalstruktur. Värdet kommer att förbli detsamma oavsett en hög eller låg belåning. Det resonemang som underbygger detta påstående är att realvärdet av kapitalet i ett företag är detsamma som nuvärdet av nettokassaflödet till aktieägarna som kan produceras av företagets existerande tillgångar, plus nettonuvärdet av eventuella investeringar som görs i framtiden. Givet dessa existerande och framtida investeringar, kommer utdelningarna och finansieringsbesluten endast att påverka sättet på vilket de existerande aktieägarna kommer att mottaga den framtida avkastningen. Resonemanget sammanfattas i det som kallas MM Proposition I. Som grund för propositionen ligger att ingen hänsyn tas till skatt. Vidare gör de ett antagande om en perfekt fungerande kapitalmarknad där individer och företag lånar till samma ränta.⁶⁴

MM Proposition I	$V_L = V_U$	där	$V_L =$ företagets värde med belåning $V_U =$ företagets värde utan belåning
------------------	-------------	-----	---

Emellertid uppstår även en högre risk i samband med högre belåning, som kan drabba aktieägarna. Med högre risk ökar därför även kravet på högre avkastning från dessa som kompensation, vilket kan sammanfattas i MM proposition II. Enligt denna är den förväntade

⁶³ M. Miller & F. Modigliani (1961) i Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2002)

⁶⁴ ibid

avkastningen positivt relaterad till graden av belåning. Precis som i första propositionen tas ingen hänsyn till skatt.⁶⁵

MM Proposition II	$r_s = r_0 + \frac{B}{S} (r_0 - r_B)$ där	r_s = avkastningskrav r_0 = kapitalkostnad utan skulder B/S = skuldsättningsgrad r_B = lånekostnaden (räntan)
-------------------	---	--

När skatteaspekten vävs in i sammanhanget blir slutledningen annorlunda, eftersom det belånade företaget betalar mindre i skatt än det icke-belånade företaget. En skattesköld uppstår nämligen i det belånade företaget i och med att kostnaden för skulden (räntan) belastar resultatet och därmed reducerar den beskattningsbara vinsten⁶⁶. En hög belåning i ett företag skapar alltså ett mindre utflöde av skatter och därmed ett större kassaflöde. Emellertid minskar effekten av skatteskölden ju mer belåningen ökar i företaget.

4.2.2 Alternativa ståndpunkter

Under de ca 50 år som gått sedan MM formulerade sina teorem, har de blivit föremål för viss skepticism. Teoremen implicerar att ett företags värde ökar då dess belåningsgrad ökar, när hänsyn tas till skatteeffekter. Detta innebär i sin tur att varje företag bör sträva efter en så hög belåning som möjligt. MM har bland annat kritiserats för att teorin inte kan förutspå ett företags agerande i verkligheten. I själva verket väljer de flesta företag trots allt att hålla nere belåningen på en låg nivå, för att därigenom kunna uppvisa en god soliditet. I verkligheten kan ett även belånat företags värde exempelvis sänkas genom de avgifter som är förknippat med att hamna på obestånd, såsom konkursavgifter eller liknande kostnader⁶⁷. Efter att en viss belåningsgrad uppnåtts, tenderar dessa kostnader nämligen att öka snabbare än skatteskölden⁶⁸.

Miller, M. själv medger att det under vissa omständigheter kan finnas bättre sätt för ett företag att undvika skatt på, än att öka belåningen och därmed risken i företaget⁶⁹. Exempelvis kan företaget välja att göra återköp av aktier i bolaget. För skattepliktiga aktieägare kan återköp

⁶⁵ Ross, Westerfield & Jaffe (2002) *Corporate Finance*, McGraw Hill

⁶⁶ Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2002) *Investments*, Mc Graw-Hill

⁶⁷ White, M.J (1983) i Ross, S. Westerfield, R & Jaffe, J (2002) *Bankruptcy costs and the new bankruptcy code*, Journal of Finance

⁶⁸ Ross, S. Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002)

⁶⁹ Miller, M. (1988) *The Modigliani Miller Propositions after Thirty Years*, Journal of Economic Perspectives

till marknadsbaserade priser förvandla högbeskattade utdelningar till mindre beskattade kapitalvinster, eller till orealiserade kapitalvinster för de aktieägare som inte väljer att sälja sina andelar. Till skillnad mot en regelrätt utdelning från företaget, implicerar inte annonserade återköp löften om framtida utbetalningar. Andra alternativ är att öka avskrivningarna för tillgångarna i företaget eller att göra avsättningar i exempelvis pensionsfonder⁷⁰.

Vidare gör MM antagandet om en perfekt fungerande marknad, vars aktörer har tillgång till fullständig information och där inga transaktionskostnader existerar. Finansiärer och mellanhänder kan därmed agera rationellt i alla lägen, vilket kan ifrågasättas i verkligheten. Enligt Myers, S. C. innebär detta antagande att om ledningen väljer att öka belåningen enbart i syfte att öka avkastningen, måste de med andra ord systematiskt sträva efter att föra investerarna bakom ljuset⁷¹.

4.2.3 Hävstångseffekten

MM's teorem mynnar ut i ett samband mellan ökad skuldsättningsgrad och avkastning på eget kapital som kan skapa incitament att öka belåningen i ett företag, så länge direktavkastningen överstiger kostnaderna för lånat kapital. Följande exempel⁷² illustrerar hur skuldsättningsgraden påverkar avkastning på eget kapital hos ett företag. Låt oss först anta att företaget Ingetlån AB helt och hållet är finansierat med eget kapital som uppgår till 100 Mkr. Från bruttoresultatet dras 28 procent skatt. Tabell 1 visar hur EBIT och nettoresultat utfaller i tre olika scenarier för Ingetlån AB (under ett sämre år, ett normalår och ett bra år). Avkastning på eget kapital beräknas genom att dividera nettoresultatet med det egna kapitalet.

Tabell 2. Lönsamheten för Ingetlån AB i tre olika scenarier

Ingetlån AB	EBIT (Mkr)	Nettoresultat (Mkr)	Avkastning på eget kapital (%)
Sämre år	5	3,6	3,6
Normalår	10	7,2	7,2
Bra år	15	10,8	10,8

Källa: Bodie, Z. Kane, A. & Marcus, A. J. (2002)

⁷⁰ Meyers S. C. (1998) *The Search for the Optimal Capital Structure*, artikel publicerad i Stern, J.M & Donald, H. C. *The revolution of Corporate Finance* (1998)

⁷¹ ibid.

⁷² Exemplet är hämtat ur *Investments* (Bodie, Kane, Marcus) 2002

Låt oss nu anta att ett annat företag, Medlån AB, är identiskt med Ingetlån AB. Dock är detta företag till 40 procent finansierat med lån, vilka belastas med en ränta på 8 procent. Det egna kapitalet uppgår här alltså endast till 60 Mkr. Räntekostnaderna uppgår till 3,2 Mkr per år och dessa dras från EBIT innan skatt. Tabell 2 visar hur nettoresultatet och avkastning på eget kapital utfaller i ovan nämnda scenarier för Medlån AB.

Tabell 3. Lönsamheten för Medlån i tre olika scenarier

Medlån AB	EBIT (Mkr)	Nettoresultat* (Mkr)	Avkastning på eget kapital** (%)
Sämre år	5	1,3	2,2
Normalår	10	4,9	8,2
Bra år	15	8,5	14,2

Källa: Bodie, Z. Kane, A. & Marcus, A. J. (2002)

*Nettoresultatet beräknas här som $(1-0,28) \times (\text{EBIT-räntekostnad})$

** Det egna kapitalet uppgår i detta fall till enbart 60 Mkr

Exemplet visar att avkastningen på eget kapital i goda tider blir större hos ett företag med hög andel lån, än hos ett företag med en mindre andel lån. Samtidigt illustreras att förhållandet blir det omvända i sämre tider, då avkastningen på eget kapital blir mindre hos företag med hög andel lån än de med låg andel.

4.2.4 Trade-off theory vs. pecking-order theory

Bevisligen existerar både för och nackdelar med att ha en hög belåning i ett företag. Frågan är om det finns en optimal mix av skulder och eget kapital för varje företag? Anhängare av trade-off teorin hävdar att så är fallet. Enligt denna ansats bör varje företag aktivt sträva mot att uppnå en balans, en idealisk belåningskapacitet, för att utnyttja den finansiella hävstången maximalt⁷³. Vad som är en idealisk belåningskapacitet skiljer sig åt från företag till företag och från bransch till bransch⁷⁴. Som tidigare nämnts begränsas fördelarna av den finansiella hävstången bland annat av kostnader vid obestånd, vilka tenderar att bli större i företag med huvudsakligen immateriella tillgångar. Företag med huvudsakligen materiella tillgångar såsom fastigheter bör enligt trade-off teorin hålla en högre belåningsgrad, relativt andra branscher. En annan faktor som avgör vad som är en optimal belåningsgrad är i vilket stadium branschen befinner sig i. Företag i tillväxtfas, vilka ofta bygger upp en stor del av verksamheten kring FoU, bör hålla belåningen på en lägre nivå än företag som befinner sig i mognadsfas.

⁷³ Ross, S. Westerfield, R & Jaffe, J (2002)

I kontrast till trade-off står pecking-order, en teori som grundar sig på att företag istället väljer sin skuldsättningsgrad utifrån de finansieringar som genomförs. Därmed kopplas belåningen tydligare till det verkliga investeringsbehovet i verksamheten. Teorin förespråkar att finansiering i företag i största möjliga utsträckning bör ske internt snarare än externt och om finansiering sker externt bör den i så fall väljas med största möjliga säkerhet⁷⁵. Enligt pecking-order existerar ingen väldefinierad optimal skuldsättningsgrad. Finansiell hävstång och skattesköld är av sekundär betydelse. Trade-off teorin kan kritiseras för att den förutsätter ett varaktigt ekonomiskt tillstånd i företaget och inte tar hänsyn till oförutsedda händelser, vilka kan medföra att skuldsättningsgraden plötsligt hamnar långt över målnivån⁷⁶. Vidare förespråkar trade-off att ju lönsammare bolaget är, desto större är behovet av skattesköld och desto högre sätts den optimala belåningskapaciteten. Studier med utgångspunkt i pecking-order teorin har däremot visat det motsatta, att ju lönsammare ett företag är desto mindre är behovet av belåning⁷⁷. Trade-off ses därför som en svag fingervisning om ett genomsnittligt beteende i företag, snarare än riktlinjer vid det enskilda företagets finansieringsbeslut⁷⁸.

4.3 Referensram

4.3.1 Kreditgivarnas värderingsmetoder

De olika värderingsmodellerna hos kreditgivaren påverkas olika av fluktuationer i ett bolags bokförda tillgångsmassa. Kassaflödesanalyser tar inte hänsyn till värdeförändringar i tillgångar, utan endast till de verkliga pengar som rör sig in och ut i bolaget. Likviditeten i ett bolag påverkas alltså inte av innebörden av IAS 40, nämligen att de verkliga värdena av fastigheterna tas upp i balansräkningen. Räntetäckningsgraden är ett exempel på ett nyckeltal som inte påverkas av värdeförändringar.

I en substansvärdering, däremot, är bolagets balansräkning i centrum. Det innebär att fluktuationer i ett bolags tillgångsmassa direkt påverkar relationen mellan bolagets eget kapital och skulder. Substansen i ett fastighetsbolag påverkas alltså direkt av innebörden av

⁷⁴ Meyers, S. C. (1998)

⁷⁵ ibid

⁷⁶ ibid

⁷⁷ Sunder, L.S. & Myers, S.C. (1999) *Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital structure*, Journal of Financial Economics

⁷⁸ Meyers, S. C. (1998)

IAS 40. Nyckeltal som soliditet och skuldsättningsgrad i ett bolag påverkas därmed direkt av att värdeförändringar i fastigheterna tas upp i balansräkningen. Därför kan vi anta att ju större vikt bankerna lägger vid substansen i fastighetsbolagen, desto troligare är att ett fokusskifte har ägt rum gällande värderingsmetoder. Ju större vikt bankerna lägger vid kassaflödet i fastighetsbolagen, desto mindre troligt är det att ett fokusskifte har ägt rum gällande värderingsmetoder.

IAS 40 kan påverka kreditgivarnas fokus på ledningen och ägarstrukturen i fastighetsbolagen, då standarderna innebär nya sätt att kommunicera ut hur bolagets resurser är fördelade. Om stor vikt läggs vid de bokförda värdena, vilka nu tenderar att fluktuera i större utsträckning, kan fokus antas öka på kompetensen hos ledning och ägare. Högre volatilitet torde ställa större krav på de strategier som tas fram och på fastighetsbolagens förmåga att skapa stabilitet under skiftande konjunkturer.

4.3.2 Kreditgivarnas upplevda riskbild

Enligt trade-off bör fastighetsbolagen aktivt sträva efter en relativt hög belåningsgrad för att maximera den finansiella hävstången, med tanke på tillgångarnas slag. Om IAS 40 medför möjligheter till att föra in optimistiska värderingar av fastighetsbestånden i balansräkningen, torde det ligga i linje med trade-off att också utnyttja möjligheten till en ökad belåning för att bibehålla den önskade hävstångseffekten.

Enligt pecking-order kommer fastighetsbolagen inte att utnyttja möjligheten att öka belåningen enbart för att optimera den finansiella hävstången. Fastighetsbolagen prioriterar enligt denna teori att finansiera investeringar internt och därför kommer inte IAS 40 att inbjuda till ökad belåning i lika stor utsträckning.

Möjligheten att agera manipulativt från fastighetsbolagens sida begränsas av intressentteorin. Enligt denna kommer fastighetsbolagen istället att sträva efter en så god relation som möjligt med kreditgivaren, trots att nya möjligheter ges till att presentera siffror som tas fram för att främja ett egenintresse. Ur redovisningssynpunkt innebär det att bolagen söker uppnå en transparens och god insyn i verksamheten. Enligt intressentteorin torde det vara av största vikt att företagen presenterar tillförlitliga finansiella rapporter där redovisningens fyra kvalitativa egenskaper uppfylls.

5 Empiri

I detta kapitel presenteras den data som erhållits från respondenterna. Informationen är uppdelad i underkapitel för respektive respondent, vilken även knyts an till den tidigare presenterade grundstrukturen för undersökningen.

5.1 Intervjuperson 1, Kreditinstitut 1

Kreditinstitut 1 är ett dotterbolag i en koncern som finansierar olika typer av kommersiella fastigheter, flerbostadshus, affärs- och kontorsfastigheter, industrifastigheter samt jord- och skogsbruksfastigheter. De vänder sig huvudsakligen till bostadsrättsföreningar, fastighetsförvaltande egenföretagare och bolag. Bland kunderna finns även kommuner och landsting. Krediter läggs även till fastighetsbolagen i banken.⁷⁹

5.1.1 Värderingsmetoder

5.1.1.1 Substansvärdering

Vid kreditbedömningar av fastighetsbolagen arbetar Kreditinstitut 1 med att göra så kallade totala beståndsvärderingar hos stora rikstäckande bolag som har fastigheter på olika håll. Intervjuperson 1 (IP 1) berättar;

Vi uppskattar värdet av dem [fastigheterna], och vi är inte nöjda med om de själva [fastighetsbolagen] gjort en bedömning av värdet eller om ett fastighetsvärderingsföretag har gjort det. Då granskar vi dem och ser vad vi kommer fram till /.../ på det sättet så får man vår bild av styrkan på balansräkningen och soliditeten.

I värderingarna arbetar de med en viss försiktighet och säkerhetsmarginal, vilka kopplas till driftsnetto och avkastningskrav. IP 1 menar att kreditbedömare i allmänhet har ett längre perspektiv i värderingen av fastighetsbolag än vad exempelvis ett externt värderingsföretag har. Banken måste alltid ställa sig frågan om avkastningskravet är en tillräcklig kompensation för risken på sikt och överväga om affären är hållbar i längden. IP 1 berättar att värderingarna därför skiljer sig åt mellan kreditgivare och externa värderingsbolag:

/...värderingsbolaget ska bedöma; vad är det sannolika priset för den här fastigheten om den säljs på en fri och öppen marknad idag? /.../ Men vi som kreditgivare, vi måste tänka oss; vad händer i framtiden?

⁷⁹ Kreditinstitut 1 Årsredovisning 2005

Enligt IP 1 gör exempelvis externa värderare antagandet att fastighetsbolaget är en ”ongoing concern”. Med detta avses i fastighetsbranschen att hyresgästens verksamhet kommer att fortgå i all evighet och att hyresintäkterna därmed ses som säkra. Om hyresgästen däremot sviker, kanske lokalerna står tomma och intäkterna uteblir. Därför måste kreditgivaren granska alla förutsättningar och krav samt göra egna bedömningar, påpekar IP 1. De siffror som de externa värderingsinstituten tar fram påverkar bankens värdering indirekt tror han, men tillägger att de egentligen inte ska göra det. Bankens uppgift är att göra självständiga värderingar utifrån egna förutsättningar med ett kreditbedömarperspektiv. Dock görs jämförelser mellan vad den externa värderaren kommer fram till och det värdet som banken kommer fram till.

När det gäller soliditet i fastighetsbolag anser IP 1 att det är svårt att svara på rak arm vad en god sådan minst bör vara. Helst bör den ligga runt 30 procent och därutöver för att anses som god, men han inflikar att det säkert finns bolag som har runt 20 procent soliditet som också får låna på marknaden.

IP 1 anser inte att bankens fokus flyttats eller att värderingsmetoderna skiljer sig åt sedan IAS 40 infördes. På Kreditinstitut 1 räknar de fortfarande på sitt eget sätt med justerad soliditet. Men han anser att kreditgivare måste vara mer försiktiga med den resultateffekt som fås hos fastighetsbolag i och med uppjustering av värdeförändringar. Vad som alltid har varit viktigt är att titta på förvaltningsresultatet. Kreditgivare måste granska rimligheten i de kostnader och intäkter som verkligen genereras i ett fastighetsbolag, det vill säga den underliggande styrkan. IP 1 understryker att:

...den tekniken är inte ny, men den blir än viktigare efter att IFRS infördes för då kan det ju uppstå väldigt stora resultatposter som inte har någon styrka på sikt. De har inget med bolagets förvaltning att göra.

Tendensen skulle därmed möjligtvis vara att fokus flyttas från balansräkningen till resultaträkningen, menar IP 1. Dock gäller det endast om kreditgivaren nu tror på de här fastighetsvärderingarna, men denne bortser inte från analysen av balansräkningen eftersom marknadsvärdena inte är fullt tillförlitliga.

Att nyckeltal tenderar att fluktuera mer nu än innan IAS 40 tror inte IP 1 har inneburit någon effekt för bankens värderingsmetoder, eftersom de redan innan arbetade med normaliserade nyckeltal. Dessa normaliserade nyckeltal justeras för enstaka händelser som påverkar

resultatet, såsom exempelvis upp- och nerskrivningar i värdet och stora engångskostnader. IP 1 berättar vidare att:

... man [fastighetsbolaget] kan också ha underlåtit att göra löpande underhålls-åtgärder och då kostnadssidan justeras upp efter normalt läge. Så eftersom vi tittar på normaliserade nyckeltal så klarar vi den problematiken. Men det innebär ju att det blir än viktigare att arbeta med normaliserade nyckeltal [än innan IAS 40].

IP 1 tycker att IAS 40 och redovisning till verkligt värde till viss del kan ses som en trygghet för banken. De nya reglerna tillför en aspekt till beslutsprocessen, men han menar även att det finns en risk för att de tas för sanning och att de därför inte är tillräckliga. Dock är han i grund och botten positivt inställd till de nya reglerna:

... jag tycker ändå att det tillför något i vår bedömning att det finns någon annan som har försökt göra en marknadsvärdering. Det är ingen nackdel, det är det inte. En pusselbit i beslutsparametern.

IP 1 beskriver vidare att han tar hänsyn till var i fastighetskonjunkturen branschen befinner sig vid en kreditbedömning, då nyckeltalen ska utvärderas. När konjunkturen viker, minskar efterfrågan på lokaler, vilket leder till sjunkande hyror och vakanser. Detta leder i sin tur till sämre nyckeltal. Sedan vänder konjunkturen och nya lokaler byggs, vilket kan leda till nya vakanser om ledtiden för byggnationerna varit för lång och konjunkturen har börjat vika igen.

Beträffande den latent skatten anser IP 1 att bankerna inte har "tänkt färdigt än" och att problematiken hittills har varit outtalad. Han tar upp exempel på att det har utvecklats tekniker att sälja fastigheter i dotterbolagsform som gör att fastighetsbolag undviker skatt överhuvudtaget. Dock anser han att i de affärer som banken är delaktig i, vid finansiering av förvärv och liknande, har kreditanalytikern tillräcklig insyn i hur den latent skatten har behandlats. Det är snarare när det gäller löpande uppskrivningar av värde i bolagen som området är outvecklat, upplever han. Vidare tror IP 1 att problematiken har försvårats något sedan införandet av IAS 40:

Det blir en ytterligare komplexitet i bedömningen, eftersom vi inte har någon direkt erfarenhet av att hantera det eftersom det är först nu det kommit upp /.../ Men det är naturligtvis ett problemområde som man måste ta till sig. Men hur vet jag inte.

5.1.1.2 Kassaflöde

På Kreditinstitut 1 lägger analytikerna stor vikt vid driftnettot från fastighetsbolagens förvaltning (före finansiella kostnader och avskrivningar) i procent av räntebärande skulder. IP 1 menar att detta nyckeltal är ett bra mått på det ekonomiska utrymme som finns i bolaget för att bemöta eventuella räntehöjningar samt högre kostnader och vakanser, med andra ord för kredittagarens förmåga att fullgöra sina förpliktelser gentemot kreditgivaren.

IP 1 poängterar även att något som spelar en stor roll för ett fastighetsbolags kassaflöde, är de eventuella vakanser som finns i beståndet. När kassaflödet ska prognostiseras i värderingen av ett bolag, måste analytikern alltså uppskatta hur vakansnivån kommer att utvecklas under prognosperioden. Återigen kan det skilja sig åt mellan den utveckling som bolaget själv eller en extern värderare antar och den utveckling som banken antar. IP 1 berättar:

Då kan ju han [den externa värderaren] ha sagt att om tre år är vakanserna nere i 3 procent och sedan ansätter man en marknadshyra för all framtid med de vakanserna, medan jag kanske tror att vakanserna kommer att fortsätta vara 10 procent. Då kan man lätt komma fram till att det skiljer en miljard i värde.

5.1.1.3 Ledning och ägarstruktur

De mjuka faktorerna i ett fastighetsbolag såsom ledningskompetens och strategier är svåra att hantera, tycker IP 1. Banken tar hänsyn till sådana bitar vid en kreditbedömning, men de har relativt låg prioritet vid sidan av räknemodellerna. Vad som dock granskas och bedöms är då en strategi hos ett fastighetsbolag sticker ut på något sätt eller upplevs som udda. Även i denna aspekt ser IP 1 en möjlighet att IAS 40 har påverkat bankens värderingsmetoder och att en större vikt eventuellt skulle läggas vid ledarskapet nu.

Om det finns risk för stora svängningar i de här nyckeltalen och soliditetsmått, då... soliditeten blir ju också ett mått på risktagandet. Om risktagandet tenderar att öka, då är det viktigt att strategin är hållbar. Den innehåller allt det viktiga som brer på riskerna som ligger i att man nu kanske har möjligheter att få belåna högre. Om man tänjer på de ekonomiska styrkeparametrarna, då är det viktigt att strategin är tillförlitlig.

5.1.2 Upplevd risk

5.1.2.1 Risk för manipulation av resultat

Ambitionen med IAS 40 är att bankerna ska kunna använda sig av de nyckeltal som är framtagna i bolagens egna redovisningar, säger IP 1. Dock gör banken i dagsläget en försiktig bedömning av de angivna värdena:

De här värdeförändringarna förs ju även över balansräkningen, vilket är trevligt i uppåtgående marknadslägen men kan bli satt på hårda prov när värdena går nedåt. Vid ett kraftigt värdefall kan det till och med bli så att stora delar av det egna kapitalet förbrukas och då kanske de blir likvideringspliktiga. Man har ju inte levt med det här i en nedåtgående fas...

IP 1 ser en risk för att fastighetsbolag blir sittande med en alltför kraftig belåning i sämre tider, nu när de dolda siffrorna förts upp till ytan i balansräkningen. Han ser det inte som otänkbart att det kan bli lättare för bolagen att belåna större andelar av sina bestånd nu jämfört med innan IAS-40 infördes, vilket kan orsaka problem för fastighetsbolagen:

/... i en djup lågkonjunktur, då blir det bekymmersamt. Så risken är att man i ett gynnsamt läge trycker upp belåningen och sen faller allt.

Även om revisorer granskar de värderingar som bolagen publicerar i sina rapporter, så anser IP 1 att det går att ”tänja” på siffrorna. Fastighetsbolagen kan själva påverka värderingarna i endera riktningen i och med att de själva väljer vilken information de ska ge ut till värderarna:

Det är ingen exakt vetenskap det här /.../ Finns det ett sådant utrymme, så finns också risken för att man ska manipulera.

5.1.2.2 Risk för utdelningsproblematik

Vidare upplever IP 1 en risk för att en utdelningsproblematik uppstår sedan IAS 40 infördes. Risken kan vara att ägarna frestas att göra för stora utdelningar i gynnsamma lägen, i och med att det inte finns några formella hinder längre för att dela ut den del av vinsten som kommer från värdeförändringar. På så sätt skulle kapitalet urholkas när marknaden väl vänder nedåt igen, en utveckling som skulle vara olycklig, menar IP 1. Kreditgivaren kan nämligen inte stoppa en utdelning formellt sett, det är ägaren som bestämmer. Dock påpekar han att de flesta fastighetsbolag relaterar utdelningen till förvaltningsresultatet, det vill säga de pengar som verkligen kommit in i bolaget. Dessutom finns oftast reglerat i covenant att bolaget inte får

underskrida en viss räntetäckningsgrad, vilket begränsar utdelningsmöjligheterna indirekt. Men kreditgivarna kan hysa oro, lägger IP 1 till.

5.1.2.3 Risk för trendsökande beteende

IP 1 anser att det finns en osäkerhetsmarginal om ca +/- 10 procent i alla värderingar av fastigheter i och med den inneboende subjektiviteten. Han är även övertygad om att felen blir systematiska i ett bestånd, antingen har värderaren en positiv- eller negativ syn i grunden och att det därför inte jämnar ut sig i slutändan. Vidare tror han att fastighetsvärderarna i regel tenderar att göra en alltför positiv snedvärdering:

Det ligger i sakens natur att de här värderingsfirmorna...det är skojigt att få ett högt värde på sitt fastighetsbestånd. Något som man tycker ger ett värde åt det positiva hållet, så tenderar man att använda sig av det snarare än det som är negativt. Och det ligger en inbyggd risk för att man tillåter optimistiska bedömningar.

Även om bankens plikt är att göra oberoende värderingar, så menar IP 1 att kreditbedömare naturligtvis påverkas av en positiv historik. Generellt sneglar man för mycket på historien vid alla typer av värderingar och gör för lite analyser om framtiden, anser han. Numera gör tidigare gynnsamma marknadsförhållanden tydliga avtryck i en del av det underlag som analysen ska grundas på. Därför tror han att det finns en risk för att IAS 40 leder till ett ökat trendsökande beteende i analyserna och att marknadsvärdena väger tyngre nu än tidigare:

Det är klart att den här utvecklingen med både värde- och resultatförbättringar kan ju inbjuda till att skapa en positiv bild av företaget som reglerna har bidragit till. Det blir ju mer konkret, det syns ju i redovisningen hur det ser ut och i beräkningar vid sidan om.

Bankens covenant ställs ofta på de officiella siffrorna i fastighetsbolagens egna beräkningar, tror IP 1. Det skulle bli alltför opraktiskt att enas om hur exakt nyckeltalen ska justeras varje år. En diskussion skulle i så fall uppstå om hur det i så fall skulle hanteras med bankens egna justeringar, något som IP 1 bedömer skulle vara svårt och som heller inte testats i verkligheten. Dock medger han att det kan vara en brist i analysarbetet. I goda tider kan det bli lättare för fastighetsbolagen att få covenant uppfyllda, samtidigt som de kan få svårigheter på en nedåtgående marknad.

IP 1 tycker att det är svårt att bedöma huruvida IAS 40 bättre bidrar till att uppfylla redovisningens kvalitativa egenskaper, trots att det är det som är syftet med dem. Han anser nämligen att det finns subjektiva inslag i bolagens resultat, på grund av de nya reglerna. Därmed är det inte säkert att relevansen och tillförlitligheten blir som man hade hoppats på och sökte. IP 1 upplever det som en risk att det nya sättet att redovisa uppfattas som ”sanning” i och med att det är nedtecknat och granskat av revisorer. Dessutom sker det inte efter försiktighetsprincipen längre, tillägger han, utan det blir en sanning med subjektiva inslag. Emellertid anser inte IP 1 att det var särskilt relevant och tillförlitligt innan heller. Vissa egenskaper kanske uppfylls bättre med de nya reglerna, bland annat jämförbarhet mellan olika bolag.

5.2 Intervjuperson 2 och intervjuperson 3, Kreditinstitut 2

Enheten som intervjupersonerna representerar utgör Kreditinstitut 2's investmentbank som finansierar och hanterar stora krediter eller större lån via kapitalmarknaden. Verksamheten innefattar förutom projekt-, export- och företagsfinansieringar även värdepappershandel, ränte- och valutahandel, corporate finance. Bland kunderna återfinns privatpersoner, företag och institutioner. Intervjuperson 2 (IP 2) och Intervjuperson 3 (IP 3) arbetar genom en mäklarfunktion, vilken utgör en mellanhand mellan de fastighetsbolag som vill låna pengar och kreditmarknaden. De arbetar både med marknadsupplåning och med bankupplåning, där lånen läggs i en portfölj tillhörande kreditgivarna.⁸⁰

5.2.1 Värderingsmetoder

5.2.1.1 Substansvärdering

IP 2 och IP 3 gör inte egna värderingar av de underliggande fastigheterna som fastighetsbolagen innehar, istället förlitar de sig på de värderingar som bolagen själva och externa värderare tagit fram. Värderingsprinciperna som tillämpats har även revisorerna gott i god för enligt konstens alla regler, varför värderingsprocesserna betraktas som tillförlitliga menar IP 2. Är värderingsprinciperna godkända ser de ingen anledning själva göra en grundläggande granskning, varför värderingsprocesserna respektive värderingen bedöms översiktligt. Värderingsinstitutet har en normgivande roll när det gäller vilka principer som värderingarna ska ske efter och dessa principer följer även fastighetsbolagen i sina egna värderingar, fortsätter han.

Vad som kan anses vara en god soliditet i ett fastighetsbolag är svårt att bedöma på rak arm, tycker IP 2 och IP 3, eftersom ett flertal faktorer spelar in. Fastigheternas läge och typ spelar roll, vilket skapar förutsättningar för hur riskfyllda fastigheterna är. Dock menar de att 25 procent nog är den lägsta soliditet som ett stort fastighetsbolag kan ha. En sådan låg siffra kan emellertid vägas upp av attraktiva bestånd såsom centralt belägna fastigheter. IP 2 tillägger att fastighetsbolagen kanske inte styr soliditeten så tydligt som man kan tro för att optimera utdelningen för aktieägarna. Som exempel nämner han Vasakronan och AP Fastigheter, vilka båda ligger uppåt 50 procent soliditet.

⁸⁰ Kreditinstitut 2 Årsredovisning 2005

Vid kreditbedömning av fastighetsbolag får även ett företags historik betydelse eftersom det är viktigt att skapa sig en bild av helheten påpekar IP 2. Han förklarar vidare:

Ska till exempel AP Fastigheter eller Vasakronan finansiera sig tittar ju vi på hela bilden, historiken, framtiden samt managements styrförmåga. Med hjälp av det får man [fastighetsbolaget] sen betala ett pris för krediten.

Överhuvudtaget anser IP 2 och IP 3 att fastighetsbolag arbetar mycket med, samt är extremt duktiga på, att lyfta fram synligheten i redovisningen. Som exempel nämner IP 2 Vasakronan och AP Fastigheter, vilka han anser har skapat en trend i att redovisa tydligt. Vasakronans ägare, varav den ena är staten och den andra är obligationsinnehavaren, efterfrågar nämligen snabb och effektiv information. Emellertid tycker IP 2 att det generellt finns punkter som alla fastighetsbolag kan bli bättre på, exempelvis att mer detaljerat visa information om de olika fastigheterna i portföljen. Så är inte fallet i nuläget, menar han:

/... man kan smyga med uppgifter där det är fastigheter som går dåligt ... som ser dåliga ut i en not för att de är i dåligt läge.

IP 2 och IP 3 är överhuvudtaget positivt inställda till IAS 40 och att fler områden nu tas in i balansräkningen som tidigare legat utanför. Det kanske inte bidrar till mer trygghet, men däremot med en harmonisering. Tidigare hade den officiella redovisningen även en sorts inofficiell tillhörande del som ”låg och skvalpade” och som man inte visste vad det var, menar IP 2. IAS 40 bidrar till att förbättra redovisnings kvalitativa egenskaper, tycker IP 2 och IP 3. Det kan förvisso skapa problem med jämförbarheten över tid, menar IP 2. Dock tillägger han:

/... tidigare har vi använt oss av en fejkad modell för jämförbarheten kan man säga eftersom vi inte har tagit hänsyn till värdoförändringar i tillgångsmassan. Då har vi ju tagit ett bokfört värde på tillgångsmassan och sen låtit de vara, medan det kan ha fluktuerat både uppåt och nedåt över tiden.

5.2.1.2 Kassaflöde

Emellertid utgör inte substansvärden någon avgörande faktor när en kreditansökan beviljas eller nekas. Målet är istället att uppskatta förändringar i räntetäckningsförmågan över en analysperiod för det aktuella bolaget menar IP 2 och IP 3. Fokus riktas därmed framför allt mot kassaflödesgenereringen och därmed fastighetsbolagets förmåga att klara räntor och

amorteringar. Den latent skatteskuld som uppstår vid värdeförändringar ser de inte som något problem, eftersom denna inte påverkar räntetäckningsgraden. IP 2 berättar:

/...vi bedömer ju egentligen inte värdetillskottet på det sättet, utan vi bedömer ju förvaltningsresultatet och kassaflödet. Man måste täcka in möjligheterna att betala räntor och hantera skuldbilden helt enkelt.

IP 2 och IP 3 berättar att det nyckeltal som de genomgående bygger en kreditvärdering på är räntetäckningsgraden, det vill säga hur många gånger fastighetsbolagets rörelseresultat klarar av att täcka nettoräntan. Helst bör räntetäckningsgraden för ett fastighetsbolag hålla sig en bit över 1 ggr och de flesta ligger någonstans runt 2 ggr, säger IP 2. Eftersom att detta nyckeltal ses som det verkligt intressanta, anser de inte att IAS 40 har förändrat deras värderingsmetoder i större utsträckning.

5.2.1.3 Ledning och ägarstruktur

Vad gäller företagsledning i fastighetsbolaget så anser IP 2 och IP 3 att det intressanta framför allt är att studera hur denna ställer sig till utveckling eller avveckling och hur krediterna kommer att hanteras i framtiden. För de statligt ägda bolagen är det såklart intressant att se vad som händer efter valet. IP 2 berättar vidare att för vissa krediter ligger det inlagt i covenant att bolaget inte får byta ägare utan att först redovisa effekterna av det. Det kan även finnas inskrivet att man måste ha en ny upplåningsbild om man byter ägare. Betydelsen av de mjuka faktorerna såsom företagsledningen och ägarstruktur i analyserna har inte ändrats sedan IAS 40 infördes, menar IP 2 och IP 3.

5.2.2 Upplevd risk

5.2.2.1 Risk för manipulation av resultat

IP 2 och IP 3 ser ingen risk för att de stora, etablerade fastighetsbolagen skulle manipulera resultatet i högre utsträckning efter införandet av IAS 40. Möjligheten finns, medger de, men de stora bolagen är alltför påpassade för att kunna agera på det sättet. Däremot kan det tänkas att mindre fastighetsbolag kortsiktigt skulle använda den möjligheten och ta genvägar, menar IP 2. Han fortsätter:

...det finns medelstora fastighetsbolag som har ledningar och ägare som är välkända som skulle kunna tänkas agera på det sättet. Men den typ av personer och bolag får oftast betala betydligt mer för sina krediter för det finns en riskpremie som man vill ha för att de har någonting suspekt i sin närvaro.

Att som företag medvetet manipulera resultatet är att göra det svårare för sig själv i framtiden, säger IP 2. Om kreditgivaren upptäcker att fastighetsbolag har agerat på det sättet blir det dyrare att låna pengar och därför slår det hårt mot bolaget på lång sikt. De lägen som IP 2 kan tänka sig att det manipuleras med värderingarna, är då små onoterade bolag med en eller ett par huvudägare befinner sig i ett försäljningsläge. Dock har ju också motparten vid det tillfällena en värderingsman med en egen värdering, tillägger han.

Vidare betonar IP 2 och IP 3 vikten av att den framtida relationen förblir god mellan banken dess kunder. I synnerhet stora koncernbolag månar om en bra kontakt med kreditgivaren för att snabbt kunna få fram pengar till en investering om det skulle behövas. Därför, menar de, jobbar fastighetsbolagen med att vara så tydliga som möjligt till sina intressenter. För att effektivt kunna arbeta på kreditmarknaden, krävs transparens ifrån båda parter. På den fungerande kreditmarknaden som finns idag kan mycket stora affärer göras väldigt snabbt, men det förutsätter att alla är överens och att det inte finns några aspekter att fundera kring, säger IP 2.

På frågan om det kan tänkas bli lättare för fastighetsbolag att få lån beviljade i goda tider sedan de nya reglerna infördes svarar IP 2:

ja... på det vis att det blir mer transparent, tydligare. Men å andra sidan, fastigheternas värden vet du redan från början, vare sig de är justerat eller icke justerat. Tidigare fick vi justera när vi gjorde våra beräkningar .../så att det är egentligen ingen skillnad.

5.2.2.2 Risk för utdelningsproblematik

IP 2 menar att det teoretiskt kan vara så att en utdelningsproblematik uppstår i gynnsamma förhållanden. Dock tror han att fastighetsbolagen relaterar utdelningen till fastighetsresultatet och inte till värdeförändringarna:

... Nej, det finns egentligen ingen anledning att göra det för då måste man [fastighetsbolaget] ju låna upp och ändra lånebild. Pengarna kommer ju till via uppvärdering, det är ju fiktiva pengar det handlar om .../ jag tror inte att det blir något problem.

5.2.2.3 Risk för ett trendsökande beteende

IP 2 och IP 3 tror inte heller att det finns en risk för att redovisning av fastigheter till verkligt värde kommer att förstärka ett trendsökande beteende hos kreditgivarna. Återigen drar de paralleller till slutet av 80-talet då en hög värdering av tillgångarna vägde tyngre i kreditbedömningen än vad den gör idag.

IP 2 poängterar att det intressanta för kreditanalytikern är att hela tiden ha i åtanke hur stor skuldbörda bolaget tål totalt, fastighetsbolag har ju relativt andra bolag en hög skuldsättning. Det faktum att bolagen i goda tider kan visa upp fina värden och nyckeltal tror inte IP 2 och IP 3 förändrar kreditbedömarens värderingsmetoder. De menar att bankernas värderingsmetoder snarare har förändrats under de senaste 10 åren, i den meningen att kreditanalytikerna tittar mycket mer på kassaflöde än på soliditet nu än tidigare. Idag sker en stor del av fastighetsbolagens upplåning på marknaden, berättar IP 2, därför blir det marknaden som får ta stöten ungefär som med ett riskkapital. Dessutom tror han att förutsättningarna vid en eventuell nedgång ser bättre ut för bankerna idag, jämfört med vid krisåren i början på 90-talet:

Just nu tror jag att vi världsekonomiskt befinner oss i ett helt annat läge, även om vi kommer dyka ner i en lågkonjunktur. Bankerna fungerar på ett helt annat sätt idag än vad de gjorde på 90-talet /.../ bankerna tävlade mer eller mindre att låna ut så mycket pengar som möjligt då. Fastigheter var en grej man tyckte var bra att låna ut pengar till men det kom ju en baksmälla då. Bankerna var då överhuvudtaget väldigt dåliga på att då värdera kassaflöden över tiden och det var därför bankerna hamnade där de hamnade.

Idag är bankerna mycket duktigare på att analysera fastigheter, anser IP 2 och IP 3. De har till exempel egna analysteam som endast jobbar med fastigheter, något som inte fanns förut. Däremot kan fastighetsbolag låna upp pengar på marknaden billigt idag och då är det i så fall obligationsinnehavarna som hamnar i problem i dåliga tider, menar IP 2.

IP 3 medger att det kan finnas en inneboende felmarginal om +/-10 procent i de värderingar som görs, men att det inte har någon större betydelse för kassaflödets del. Om bolaget skulle tappa 10 procent i värde, vilket är ganska mycket, skulle det ändå inte bli så dramatiskt ur vårt perspektiv, säger han. De framtida överskotten ska ju återspegla hur stark fastigheten är över tiden och därmed priset på den, det är ju det som är värdet egentligen.

5.3 Intervjuperson 4, Kreditinstitut 3

Enheten som intervjupersonen representerar är en division inom koncernen som ansvarar för affärer med stora företag, finansiella institutioner, medelstora fastighetsbolag samt fastighetsbolag. Enheten utgör även Kreditinstitut 3's investmentbank och är således ansvariga för tjänster inom corporate finance, aktiehandel och aktieanalys.⁸¹

5.3.1 Värderingsmetoder

5.3.1.1 Substansvärdering

Intervjuperson 4 (IP 4) menar att införandet av IFRS och IAS 40 inte medfört några större förändringar vad gäller substansvärdering vid kreditbedömning av fastighetsbolag. IP 4 berättar:

IFRS/IAS 40 på pappersnivå spelar inte så stor roll, för man har alltid utgått från marknadsvärden och kassaflödet. Om de diffar mot redovisningen så bortser man i redovisningen.

Fördelen med införandet av IAS 40 och redovisning till verkligt värde är dock att det lättare och snabbare går att läsa av ett bolags marknadsvärde, men vid en kreditbedömning måste det tas hänsyn till mycket mer detaljer menar IP 4 vidare. En bedömning görs på koncernnivå för att uppskatta om redovisningen verkar vara rimlig. Den legala låntagaren som ska betala tillbaka lånet utgör dock oftast ett dotterbolag i koncernen, vilka oftast inte tillämpar redovisning till verkligt värde, varför vikten av egna bedömningar är stor. Framförallt är det viktigt då dotterbolagens finansiella ställning inom en koncern kan skilja sig åt väldigt mycket. IP 4 berättar vidare:

.../ oftast kanske det är så att vi sitter i ett av 200 dotterbolag, då tittar vi på det dotterbolag som vi finansierar /.../ resten kanske inte spelar oss någon roll /.../ Det kan ju faktiskt vara så att den ena delen ser jättebra ut och den andra delen ser jättedålig ut och då gäller det ju som bank att vara i den delen som ser bra ut och inte i den dåliga.

IP 4 betonar även vikten av att göra egna bedömningar av de värden som fastighetsbolagen redovisar på koncernnivå, eftersom de redovisade värdena är framtagna ur fastighetsbolagens syfte medan banken har ett riskperspektiv att ta hänsyn till. IP 4 menar att:

⁸¹ Kreditinstitut 3 Årsredovisning 2005

Som bankman känner man sig lite som djävulens advokat, man blir lätt lite cynisk. Folk är alltid optimistiska och talar i sin egen sak. Banker betalar ut pengar för att någon gång få tillbaka dem. Vi vet när vi lånar ut pengarna att vi inte är säkra på att få tillbaka dem. Då blir man lätt paranoid. Syftet med deras värderingar är ju att få ett så högt värde som möjligt.

Vad en god soliditet anses vara för ett fastighetsbolag anser IP 4 vara svårt att ge ett rakt svar på. Det är väldigt individuellt från fastighetsbolag till fastighetsbolag menar han och syftar till att det helt beror på vilken typ av fastigheter det aktuella bolaget innehar. Kontraktstiden för hur lång tid hyresavtalen sträcker sig samt vem det är som är hyresgäst är också av stor betydelse, samtidigt som ägarstrukturen kan utgöra en avgörande faktor. Om ett fastighetsbolag exempelvis äger ett fängelse, där hyreskontraktet löper över 25 år, skulle en god soliditet kanske endast behöva vara 5 procent och en väldigt bra soliditet vara 20 procent menar IP 4. Om fastighetsbolaget vidare ägs av staten eller är publika får även det betydelse för vad en god soliditet anses vara. Generellt sett menar emellertid IP 4 att ett fastighetsbolags soliditet bör ligga inom intervallet 25-30 procent för att betraktas som god. IP 4 utvecklar resonemanget:

/... skulle svenska staten låta ett fastighetsbolag gå i konkurs och drabba de svenska bankerna med kreditförluster på 5 miljarder var? Det kommer inte hända. Då kommer de svenska bankerna aldrig att låna ut pengar till den svenska staten något mer. Då har vi ju en härdsälta /.../ sen så skulle jag vilja göra en skillnad för soliditeten för börsnoterade bolag skulle generellt säga skulle kunna vara lite lägre än för privata bolag för att de har tillgång till kapitalmarknaden.

Vad gäller den problematik som uppstår med latent skatt vid avyttringar, förvärv samt uppskrivningar av fastigheter ser inte IP 4 att det får någon stor effekt för deras arbete. Problemet fanns där redan innan IAS 40 infördes, menar han. IP 4 menar vidare att i och med att de gör egna beräkningar och uppskattningar på den latent skatteskuld som den legala låntagaren innehar, vilken ofta är ett dotterbolag, berörs denna inte av den problematik som kan uppstå på koncernnivå.

5.3.1.2 Kassaflöde

IP 4 understryker att värdering och utvärdering av kassaflödet är den viktigaste värderingsaspekten vid kreditbedömning av ett fastighetsbolag. För en bank är likviditet mycket viktigare än redovisning, varför mål som räntetäckningsgrad har en stor betydelse. IP 4 förtydligar:

Det som är viktigt ur en banks synvinkel är ju att det är någon som de facto betalar in pengar. Det enda vi kan se det där på är kassapositionen, om tillväxten i likviditet för att driva verksamheten.

Bedömningen av ett bolags kassaflöde görs internt av banken. IP 4 menar att banken till viss del ser till det aktuella fastighetsbolagets uppskattade kostnader och intäkter, men poängterar att de alltid gör en egen bedömning av kostnader och intäkter. Dessa bedöms genom att ta del av och granska fastighetsbolagens samlade hyresavtal. Banken gör även uppskattningar av hyresgästernas styrka och bedömer utsikterna att kunna hyra ut fastigheterna. IP 4 poängterar:

Mycket bygger på hur bra hyresgästen är. Är det en udda tillgång så är det ju hyresgästen som betalar hyran /.../ sen gör du antaganden om vilken hyra man har möjlighet att hyra ut till igen, eller går det att hyra ut?

5.3.1.3 Ledning och ägarstruktur

Enligt IP 4 spelar även mjuka faktorer såsom det aktuella bolagets ledning och strategi in som viktiga aspekter vid en kreditbedömning. Beträffande ledningen måste det finnas ett förtroende för denna för att en kredit skall beviljas. Antingen litar man på ledningen, att den fullgör sina åtaganden, eller så litar man inte på den och då skall det inte heller göras någon affär menar IP 4. Han anser även att även att det finns vissa gränsdragningar:

/... det finns ju en grupp extremoptimistiska investerare vet att om det går fel så kommer de [fastighetsbolaget] att säga 'ta fastigheten, det är ert problem'. Det finns en grupp investerare som är sådana. Antingen får man ta upp de här i domstol tills vi får tillbaka sista kronan, vi kan göra affärer på den grunden. Alternativet är att inte göra affär alls med dem. Antingen så vet man karaktären på låntagaren eller så vet man inte det och vet man inte ska man nog vara lite försiktig.

Även ett fastighetsbolags finansiella strategi och ägarstruktur har betydelse vid en bedömning. Strävar bolaget ständigt efter att ha en så hög grad av skuldsättning som möjligt är det något du måste ta hänsyn till menar IP 4. Strategi vad gäller utveckling i bolagets verksamhet har också en betydelse i kreditbedömningen. Dock måste man beakta helheten i koncernen, menar IP 4 vidare:

/... om ett bolag tar på sig så stora projektrisker, kanske du inte vill vara långivare alls. Anta till exempel att /.../ vi vill låna ut till det här dotterbolaget för vi tycker att det är ok. Om mamma till det här dotterbolaget är ett projektutvecklingsbolag med rätt höga risker, så kanske vi tycker att risken för att de här ska gå i konkurs är för hög.

Emellertid menar IP 4 att införandet av IFRS och IAS 40 inte medfört någon större konsekvens vad gäller dessa faktorer. De var viktiga att beakta redan innan den nya redovisningsstandarden infördes anser IP 4.

5.3.2 Upplevd risk

5.3.2.1 Risk för manipulation av resultat

Syftet med IAS 40 är att redovisningsmässigt spegla företagens verkliga värde för dess intressenter. IP 4 menar dock att det finns en risk om man vid en kreditbedömning förlitar sig på de värden som redovisas i bolagens officiella årsredovisningar. Detta dels då värdena innehar en subjektivitet om +/- 10 procent samtidigt som det finns möjlighet att för fastighetsbolagen att styra värdet så att det passar deras ändamål. Dels har fastighetsbolagen möjlighet att förse värderingsinstituten med information för att uppnå ett visst syfte och dels skapas det ett tryck på värderingsinstituten att tillgodose sin kund. IP 4 förklarar:

.../ trycket från bolagen ökar ju. Kanske inte på de stora aktiebolagen, där är det ingen jättefara, för deras skull spelar inte de där sådär jättestor roll men om ni går till en mindre fastighetsfond, då kan du ge dig på att de vill få värderingen så att det passar dom /.../ för då får dom mer betalt. Det är den krassa verkligheten. Det är plånboken som styr även där.

5.3.2.2 Risk för utdelningsproblematik

Att fastigheternas värdeförändringar redovisas över resultaträkningen och på så sätt belastar resultatet ser inte IP 4 som något större problem. IP 4 menar att det är förvaltningsresultatet som räknas, varför han vid en bedömning helt väljer att bortse från värdeförändringarna. Däremot anser han att värdeförändringarna medför en nackdel och därmed en ökad riskbild i teorin då resultatet utgör en utdelningsbar post. IP 4 förklarar så här:

.../ om det fria egna kapitalet ökar, finns det möjlighet för dom [fastighetsbolaget] att dela ut pengar snabbare och det är väl en nackdel för banken. Vi vill ju att alla pengar skall stanna i bolagen, för det förbättrar ju våra låntagare /.../ men fortfarande är det ju så att då måste dom ha likviditet för att göra en utbetalning från bolaget. Antingen måste dom ha kassa, eller så måste dom låna mer pengar.

I praktiken upplever dock inte IP 4 någon utdelningsproblematik i fastighetsbolagen. Återigen faller det tillbaka på att ha kontroll på kassaflödet. IP 4 menar även att den här kategorin av problematik kan minimeras med hjälp av de covenant som banken avtalat sig till. Dessa behandlar och ställer krav på att bolagen skall uppfylla en viss nivå vad gäller framförallt räntetäckningsgrad och vilka räntebindningsstrukturer bolaget skall inneha, men även hur utdelningar skall behandlas. Följer inte bolagen de avtalade kriterierna får banken således möjlighet till att säga upp eller omförhandla delar av lånen menar IP 4 vidare. IP 4 berättar:

.../ Vi kan säga att ni får dela ut allting när vi har fått våra pengar, då är vi glada och nöjda. Då spelar det egentligen ingen större roll. Får vi de här pengarna.../.../ sen får ni göra vad ni vill med resten. Sen kan vi göra det andra alternativet, det vill säga ni får inte dela ut några pengar.

5.3.2.3 Risk för trendsökande beteende

IP 4 menar att det finns ett trendsökande beteende i den bemärkelse att det är marknaden som styr var banken allokerar kapital. Ökar värdena på fastigheter ökar även möjligheten att göra affärer och tjäna mer pengar inom fastighetssektorn menar han vidare. Emellertid betonar IP 4 vikten av likviditet på marknaden och att det ur ett marknadsperspektiv även uppstår en risk. Risken är att de redovisade värdena skiljer sig mot vad de skulle göra vid en realisation. I en uppgående marknad brukar värdena ligga efter och i en nedgående marknad det motsatta. IP 4 illustrerar detta i ett exempel:

Om vi skulle gå tillbaka till 1993 och satte en värdering på ett hotell till 100 [miljoner], vi säger att det hade varit värt 500 [miljoner] två år tidigare. Grejen är att du inte hade kunnat sälja det för 100 [miljoner] eftersom det inte fanns någon som var villig att köpa. /.../ Du kanske skulle ha kunna sålt de för 10 [miljoner] eller gett bort det /.../ när likviditeten är borta, då finns det inget värde.

IP 4 menar dock att bankerna är medvetna om den här risken, varför det ständigt görs interna prognoser av både kassaflöde och substansvärden. De verkliga värdena som bolagen redovisar ger ju bara en ögonblicksbild här och nu menar han vidare.

5.4 Intervjuperson 5, Kreditinstitut 2

Kreditinstitut 2 och den enhet som Intervjuperson 5 representerar har tidigare beskrivits i kapitel 5.2.

5.4.1 Värderingsmetoder

5.4.1.1 Substansvärdering

De siffror och substansvärden som fastighetsbolagen själva tar fram och redovisar utgör grunden för de analyser som Intervjuperson 5 (IP 5) gör. Utifrån historiken skapas en bild av framtiden och från de gjorda transaktionerna utvinns information om exempelvis fastighetspriserna. Vidare menar IP 5 att fastighetsbolagens pressreleaser ger bra information om direktavkastningsnivåer⁸² vid transaktioner. Eftersom finansieringskostnaderna till stor del styrs av marknadsräntorna ger releaserna därmed en god bild av de resultateffekter som ett förvärv eller försäljning har på koncernnivå. Så det är väldigt mycket bolagens uppgifter man är beroende av, tillägger han.

IP 5 anser att IAS 40 i vissa avseenden har förändrat fokus i analysarbetet. Han menar att själva tanken med de nya reglerna är att fokus utgår från balansräkningen. Resultatet kan numera ses som en residual av balansräkningen, där värdeförändringarna blir en stor post. För att få ihop resultatet läggs värdeförändringen alltså dit som en residualpost, vilket gör resultatet på sista raden mer ointressant, enligt IP 5. En viktig konsekvens blir därför att det läggs mer fokus vid kassaflödet nu än innan IAS 40 infördes, tror han. Dock påpekar han att redovisning egentligen bara är en periodisering, av något och att det är många subjektiva beslut som ligger bakom de siffror som tas fram:

...beroende på subjektiva bedömningar kan man i resultaträkningen få vilket resultat man vill mer eller mindre, vilket också är anledningen till redovisningsskandaler som Enron och Worldcom. Kassaflödet däremot är ju vad det är.

IP 5 tar även upp problematiken med latent skatteskulder och menar att man med stor säkerhet kan slå fast att det går att uppnå en skattenivå som är lägre än 28 procent. Vad som egentligen är rätt nivå är en akademisk fråga som kan diskuteras och det finns många olika uppfattningar, enligt IP 5. Eftersom olika aktörer har olika syn på skatten så tycker han att

detta är ett problem, särskilt efter att IAS 40 infördes. För att illustrera detta nämner han ett exempel:

Om ett bolag på börsen har mycket underskottsavdrag /.../ och vet att 'vi kan tjäna väldigt mycket pengar utan att betala någon skatt. Vi behöver inte vara särskilt oroadade över att få skatta för en vinst'. Då är det mycket möjligt att de ser annorlunda på den latent skatteskulden som man tar över när man gör ett bolagsförvärv än andra bolag.

Enligt IP 5 kan köparen och säljaren av en fastighet således vara helt överens om priset, men samtidigt ha helt olika bilder av hur stort fastighetsvärdet respektive den latent skatten egentligen är. Säljaren kan ha uppfattningen att köparen betalar en viss summa för den latent skatten, medan köparen kan ha uppfattningen att han inte alls betalar för latent skatt. Detta är en anledning till att det är riskabelt att luta sig allt för mycket mot substansvärdet vid värderingar, påpekar IP 5, när inte ens de två som gör affären behöver ha samma bild av värdet på fastigheten.

Emellertid tror inte IP 5 att den latent skatten får någon särskild betydelse vid kreditbedömning av fastighetsbolag. Överhuvudtaget anser han att värderingsmetoderna för kreditgivning har förändrats under de senaste tio åren, alltså långt innan IAS 40 infördes.

Tidigare tittade man mer på soliditet och skuldsättningsgrad i förvärven eller i portföljer, idag tittar man mycket mer på räntetäckningsgrad /.../ skattesituationen blir inte lika avgörande på samma sätt. Räntetäckningsgrad per definition tar ju inte hänsyn till den betalda skatten, det gör ju att i bankernas perspektiv så kanske inte det är en prioriterad fråga.

Vad som kan anses vara en god soliditet i ett fastighetsbolag skiljer sig från bolag till bolag, enligt IP 5. Flera faktorer spelar in och avgör vad soliditeten minst bör ligga på, därför tittar han i större utsträckning på räntetäckningsgraden i sina värderingar. En låg soliditet kan exempelvis vägas upp av attraktiva fastigheter och långa hyreskontrakt, vilket begränsar risken för banken. En annan faktor som kan kompensera en låg soliditet är långa löptider på räntebindningen och bolag med hög räntetäckningsgrad kan också ha en lägre soliditet. Av samma anledning behöver de fastighetsbolag som enbart har rörlig ränta lite högre soliditet, eftersom en räntehöjning påverkar kassaflödesgenereringen starkare. Dock uppskattar IP 5 att de flesta fastighetsbolag förväntas kunna visa upp en soliditet på minst 30 procent.

5.4.1.2 Kassaflöde

Den analysmetod som väger tyngst vid värderingar av fastighetsbolag är för IP 5 kassaflödesvärderingar. Han menar att denna metod utgör grunden för hans syn på fastighetssektorn som helhet. De prognoser han gör, bygger han därför inte på fastighetsbolagens substans. I enskilda fall får dock substansen betydelse, beroende på vilken typ av fastigheter som finns i bolaget. Hos vissa bolag kommer kassaflödesmultiplarna aldrig att värderas i nivå med de övriga bolagen och då blir det kanske lite mer substansspel, säger IP 5. Som exempel nämner han två fastighetsbolag, Hufvudstaden och Wallenstam, hos vilka substansvärdet anses mer intressant än hos andra bolag. I övrigt läggs mest fokus vid kassaflödet:

...jag tycker väl generellt att substansvärdet inte säger särskilt mycket egentligen, att det är en teoretisk produkt som inte alltid överrensstämmer med verkligheten.

Att mer fokus läggs vid kassaflödet ser IP 5 som sunt. Vad han däremot inte ser som sunt är att bolagens resultat nu kan "se märkliga ut" från kvartal till kvartal med stora svängningar. Värdeförändringarna får även den konsekvensen på skuldsidan, att när räntan går upp får resultatet en positiv effekt till följd av skuldernas värdeförändring. När IP 5 analyserar ett fastighetsbolag håller han tydligt isär värdeförändringarna och förvaltningsresultatet för den löpande verksamheten. Vidare berättar han att han inte gör några prognoser över framtida värdeförändringar i fastighetsbestånden. Dock för han i sina rapporter ett övergripande resonemang över de faktorer som rimligtvis skulle kunna få effekter för det framtida värdet och därmed bolagens eget kapital.

När fastigheter avyttras, så är försäljningspriset ofta 5-10 procent högre än värderingen, berättar IP 5. Det är heller inte ovanligt att han ser försäljningspriser som ligger 20 procent över värderingen. Värderingar kommer alltid att hamna fel, antingen för högt eller för lågt:

...det är ju en effekt av att värderingen är en teoretisk beräkning, det är ingen exakt vetenskap.

Enligt IP 5 är en orsak till ovanstående resonemang att marknaden är beredd att betala en premie för en fastighetsportfölj. Om ett flertal fastigheter säljs i en portfölj säljs de totalt till ett högre pris, jämfört med om de istället säljs en och en. IP 5 menar att denna aspekt är ytterligare ett argument för att inte lägga för stor vikt vid substansen i ett fastighetsbolag. I

bolagens redovisning måste fastigheterna värderas var för sig, inte som om de skulle säljas portföljsvis.

5.4.1.3 Ledning och ägarstruktur

Ledningsgruppen är en mjuk faktor som IP 5 bedömer har en väldigt stor betydelse vid sidan av rena kassaflödesvärderingar. De signaler som ledningen skickar ut och den kommunikation som bolaget riktar till sina intressenter, innehåller fingervisningar om de framtida intäkterna som kan förväntas. Som exempel nämner IP 5 ett uttalande som Kungsleden gjorde i samband med sitt bokslut 2004:

De [Kungsleden] gick ut och sa 'vi tror att vi kommer att köpa fastigheter för mellan 4-6 miljarder per år'. Och sedan visste man att; ja, de köper för ungefär 7 procent direktavkastning kanske drygt, till och med... finansierar till 3,5 procent, så får det en väldigt positiv effekt på nyckeltalen. Så i det perspektivet så spelar mjuka faktorer en roll.

Emellertid tycker inte IP 5 att IAS 40 har förändrat hans fokus på ledningsgruppen. Återigen poängterar han att ett generellt fokusskifte snarare har ägt rum under de senaste tio åren vad gäller ledningsgruppens trovärdighet. Likviditeten på marknaden har under den här perioden ökat stadigt, vilket innebär att mycket större summor omsätts på marknaden idag till följd av att fler transaktioner genomförs. Därför vet man säkrare att en ledning som signalerar att de kommer att sälja fastigheter också kommer att hitta köpare och vice versa, menar IP 5. Marknaden fungerar igen och det gör att analytikern bättre kan lita på bolagens signalerade visioner och intentioner.

5.4.2 Upplevd risk

5.4.2.1 Risk för manipulation av resultat

IP 5 anser att det kan bli lättare för fastighetsbolagen att manipulera resultatet efter IAS 40, eftersom att fler mjuka parametrar förs in i värderingen nu. Dessutom menar han att det är en ren bedömningsfråga vad som kan anses vara "rätt värdering" och ur det perspektivet kan manipulation vara en möjlig konsekvens. Dock tillägger IP 5 att detta kan ske åt båda hållen, inte bara i syfte att åstadkomma överdrivet höga värderingar:

Det finns ju också exempel på fastighetsbolag som är extremt försiktiga i sina värderingar /.../ Men det är ju lite aktiemarknadens roll också att inte bara titta på vad bolagen redovisar för siffror utan även försöka skaffa sig en egen bild av; vad tycker vi bolaget är värt?

IP 5 ser dock ingen risk för att bolag kommer att utnyttja möjligheten att manipulera resultatet i syfte att få beviljat en högre belåning. Dessutom poängterar han att det är tillräckligt stort fokus på kassaflödesgenereringen vid kreditbedömning. Han menar också att alla bolag inte till varje pris strävar efter att nå en så hög belåning som möjligt i alla lägen. Vissa väljer att göra finansieringar via emissioner, trots att de utan problem kan få ytterligare lån beviljade. IP 5 menar att börsen ibland uppskattar att soliditeten hålls på en bra nivå, varför bolagen ibland avstår från en högre skuldsättning. Därmed är kreditmarknaden i vissa fall beredd att acceptera en högre skuldsättning hos fastighetsbolagen än aktiemarknaden. Ytterligare en aspekt som IP 5 anser tala emot ett manipulativt agerande från fastighetsbolagens sida är att dessa riskerar att äventyra relationen med banken.

Man [fastighetsbolagen] riskerar ju att bränna sig på marknaden. Sen finns det ju andra aktörer som de också kan vända sig till, marknaden är för liten för att skapa sig ett dåligt rykte ...

Något som IP 5 ser som ett större problem och en ännu större risk, är de diskussioner som förts om krav på en extern värdering av fastigheterna. Idag sker värderingar både internt i bolagen och externt hos värderingsbolag. Vissa bolag gör egna värderingar men låter ibland externa värderare göra stickprover för att jämföra värdena. Att införa krav på extern värdering tycker IP 5 ”känns väldigt fel i ryggmärgen”, eftersom han ifrågasätter hur oberoende dessa verkligen är. Enligt IP 5 finns det tydliga incitament för externa värderingsbolag att göra positiva värderingar:

/... för vissa firmor är just värderingen en viktig del av intäktsgenereringen. Om det finns en firma på stan som är väldigt mycket mer konservativ än alla andra /.../ då vet alla fastighetsbolag det och ingen vill använda sig av dem, för ingen vill ha de lägsta siffrorna i förhållande till alla konkurrenter.

Vidare påpekar IP 5 att styrelsen i ett bolag i slutändan är ytterst ansvarig för de redovisningar och rapporter som de ger ut. Därför ställer han sig frågande till att det ska finnas en extern motpart som avgör vilka siffror som styrelsen ska gå i god för. Han instämmer i påståendet att ledningen dessutom själva kan välja vilken information de lämnar till den externa värderaren och därmed påverka värderingens utgång.

5.4.2.2 Risk för utdelningsproblematik

IP 5 bedömer risken som liten för att IAS 40 skulle fresta ledningen att dela ut för stora summor till aktieägarna i goda tider. Han tror att fastighetsbolagen tar i beaktande att fastigheternas värdeökningar inte motsvaras av riktiga pengar och att det ökade kapitalet snarare är resultatet av en ren bokföringsteknisk åtgärd. Den teoretiska möjligheten finns, medger IP 5, men han bedömer inte att fastighetsbolagen kommer att dela ut högre summor bara för att fastigheterna ökat i värde:

Det är inte så att man [fastighetsbolagen] har gjort värderingen och sett att 'oj, nu är soliditeten 8 procent högre, de pengarna delar vi ut' och sen har man samma soliditet som innan.

5.4.2.3 Risk för trendsökande beteende

IP 5 befarar inte att införandet av IAS 40 skulle förstärka ett trendsökande beteende hos kreditgivarna. Istället anser han att det mer eller mindre alltid har varit så och att det är den verklighet vi lever i. Vidare har han uppfattningen att kreditanalytiker tenderar att titta mer på bolagens historik och tidigare nyckeltal än aktieanalytiker som främst tittar på framtida prognoser. Dock grundas även aktieanalytikerns framtida prognoser till viss del på den historik som bolagen haft, medger IP 5, men att dessa skulle påverkas av IAS 40 ser han inte som självklart. Framför allt minimeras bankens risk eftersom de fokuserar på räntetäckningsgrad och inte soliditet, poängterar han. Enligt IP 5 påverkas kreditgivarna av historien även ur andra perspektiv som inte har koppling till redovisning av fastigheter till verkligt värde. Marknadsräntan har nu fallit under många år, mer än vad avkastningskraven har gjort, vilket har lett till att det är lönsamt att investera i fastigheter. IP 5 berättar att bankerna därför i nuläget ser fastighetsbranschen som en prioriterad sektor som de i allmänhet är välvilliga att låna ut pengar till:

Då skapas ju en bild av att det här är en väldigt säker kredit, därför att vi har haft en så stark underliggande utveckling under så lång tid. Då gör ju det att kapitaltäckningsgraden sjunker, de vill ha lägre avkastningskrav, då kan du ha en lägre marginal och ändå ha samma avkastning på eget kapital från bankens sida. Och det gör ju att det blir billigare att låna också.

På samma vis sätter en negativ utveckling spår i bankernas riskmodeller, säger IP 5. Den dagen då det kommer en nedgång behöver banken mer kapitaltäckning på de här krediterna istället och då blir marginalerna också högre. Samtidigt kanske det är så att om det infaller en

period av nedgång på fastighetspriserna som följd svag allmän konjunktur, så går marknadsräntorna också ner och då kanske inte finansieringskostnaderna stiger på grund av det.

IP 5 anser inte att IAS 40 bidrar till att förbättra redovisningens kvalitativa egenskaper hos fastighetsbolagen. Han upplever förändringarna som ”konsultdrivna” och inte som initierade av branshmänniskor. Efter att stora redovisningsskandaler uppdagats efterfrågas nu ökad kontroll, ordning och en ”sanning” i redovisningen, menar IP 5. Emellertid är ju alla värderingar av fastighetsbolag subjektiva, en uppfattning som han tror att de insatta i branschen med verklig kunskap om fastigheter delar. IP 5 ser därför risken att IAS 40 skapar en bild av en exakthet som inte existerar:

Ur det perspektivet så känns det som om det farliga med IFRS är att det skapar en falsk känsla av säkerhet, att man tror att ’jamen, nu har vi kontroll, vi har rätt värden i balansräkningen och det är rätt värden hela tiden i resultaträkningen och därför kan vi vara mycket mer säkra på redovisningen nu mot den vi hade förut’.

6 Analys och resultat

Under denna rubrik presenteras undersökningens analys och resultat, vilken har utarbetats från det insamlade empiriska underlaget och teori. Kapitlets underrubriker knyter an till två de huvudaspekter som inledningsvis identifierats i uppsatsens syfte.

6.1. Kreditgivarnas värderingsmetoder

Tabell 3. Överblick av värderingsmetodernas betydelse

	IP 1	IP 2 & IP 3	IP 4	IP 5
Substansens betydelse (redovisad)	Oförändrad, fortfarande sekundär	Oförändrad, fortfarande sekundär	Oförändrad, fortfarande sekundär	Oförändrad, fortfarande sekundär
Kassaflödet betydelse	Oförändrad, fortfarande primär	Oförändrad, fortfarande primär	Något större betydelse, fortfarande primär	Oförändrad, fortfarande primär
Ledningens betydelse	Ökad betydelse	Har inte förändrats sedan IFRS.	Har inte förändrats sedan IFRS.	Har inte förändrats sedan IFRS

6.1.1 Substansvärdering

Substansen i ett bolag påverkas direkt av värdoförändringar i fastigheterna. För respondenterna är substansvärdet dock av sekundär betydelse i bedömningen av ett fastighetsbolag. Så var även fallet innan IAS 40 infördes, med förklaringen att ett företags substans kan ses som en teoretisk produkt där många subjektiva beslut ligger till grund för de värden som tas fram. Innan det verkliga värdet togs in i balansräkningen gjorde respondenterna egna värderingar av fastighetsbolagen, eftersom det bokförda anskaffningsvärdet alltid har ignorerats. Huruvida fastighetsbolagens redovisade verkliga värden har blivit mer användbara eller ej, råder det dock delade meningar bland respondenterna om. Vissa har valt att helt förlita sig vid dessa och betraktar de externa värderarnas värden som normgivande, medan andra betonar vikten av att fortfarande göra egna bedömningar. Detta på grund av att de externa värderingarna är framtagna ur ett perspektiv som saknar riskaspekt samt att värderingarna tenderar att drivas upp av ett eget vinstintresse bland de externa värderarna. IP 1 menar emellertid att de officiellt redovisade värdena kan få en indirekt verkan i kreditbedömningen, då en jämförelse görs resultaten emellan.

Gemensamt för respondenterna är dock att substansvärdena, normaliserade eller ej, inte utgör någon avgörande faktor vid en kreditbedömning. Därför ser de heller ingen anledning till att ändra det fokus som läggs vid denna värderingsmetod. Vissa respondenter har valt att fortsätta göra egna värderingar efter att IAS 40 infördes, medan andra valt att förlita sig på bolagens egna siffror.

6.1.2 Kassaflöde

Fastighetsbolagens likviditet är grunden för om en kredit skall beviljas eller ej, menar respondenterna. Anledningen till detta är att kassaflödet är det enda som verkligen säger något om fastighetsbolagens underliggande styrka. Prognoser om framtiden görs således genom utvärdering av bolagens kassaflöde och likviditet, där nyckeltal som räntetäckningsgrad är av central betydelse. Eftersom så var fallet även innan IAS 40 infördes, har här inte skett några förändringar i analysmetoderna. Dock framhåller vissa respondenter att denna faktor har blivit ännu viktigare att ta hänsyn till nu, efter standardens införande. Kassaflödesanalys är också den metod som påverkas minst av IAS 40 eftersom värdeförändringar elimineras i denna värderingsmetod.

För kreditanalytiker som inte fäster någon större vikt vid substansen får troligtvis inte den latent skatten så stor betydelse. Skatteskulden påverkar inte kassaflödet och därför inte heller kreditanalytikernas huvudsakliga metod för att bedöma kreditvärdigheten i ett fastighetsbolag.

6.1.3 Ledning och ägarstruktur

Beträffande ledningen i fastighetsbolagen, har den enligt respondenterna en betydelse vid kreditbedömning. Vad som är viktigt att beakta är om en affärsstrategi upplevs som udda eller om den finansiella strategin inbegriper en hög belåningsgrad. Dock förväntar sig inte någon av respondenterna att fastigheterna kommer att öka sin belåning till följd av IAS 40. Andra faktorer som är viktiga att ta hänsyn till gällande ledningen är hur den ställer sig till ut- och avveckling i bolaget. Varje signal som fastighetsbolaget sänder ut bär information om framtida intäkter, ansåg IP 5. Vidare ansåg respondenterna att förtroende för fastighetsbolagets ägare och ledning är viktigt. I covenant kan det vara inlagt att bolaget måste redovisa effekterna av ett ägarbyte eller att kreditgivaren har rätt att omförhandla krediten.

Emellertid har dessa mjuka faktorer relativt låg prioritet i kreditbedömningen vid sidan av de finansiella analyserna. De flesta respondenter ansåg också att fokus inte har skiftat på detta område sedan IAS 40 infördes. IP 1 menade dock att ledningens strategier kan bli mer viktiga att ta hänsyn till med motiveringen att fluktuerande resultat kräver långsiktigt stabila riktningar för verksamheten.

6.2 Kreditgivarnas upplevda riskbild

Tabell 4. Överblick av respondenternas upplevda riskbild

	IP 1	IP 2 & IP 3	IP 4	IP 5
Risk för manipulation av resultat?	Teoretiskt, ja.	Teoretiskt, ja.	Ja	Ja.
Risk för utdelningsproblematik	Teoretiskt, ja. Står i relation till förvaltningsresultatet.	Teoretiskt, ja. Står i relation till förvaltningsresultatet.	Teoretiskt, ja. Dock inte i praktiken.	Teoretiskt, ja. Eventuellt snabbare utdelning pga. Ökat tryck från ägarna
Risk för ökat trendsökande beteende?	Ja, eventuellt.	Nej.	Oklart hur IFRS påverkar risken.	Nej.

6.2.1 Risk för manipulation av resultat

Samtliga respondenter menar att IAS 40 på ett teoretiskt plan medför att fastighetsbolagen i högre utsträckning kan styra värderingen av dess fastigheter beroende på vilka incitament de har. Denna styrning av värdering skulle i så fall få konsekvenser för både bolagens egna kapital samt redovisade resultat. Är fastighetsbolagens syfte att, i enlighet med MM's teori, sträva efter en så hög belåningsgrad som möjligt för att utvinna hävstångseffekter, torde således fastighetsbolagen i större utsträckning redovisa högre värden för att uppnå en högre belåning. Detta skulle i sin tur utgöra en ökad riskbild för kreditgivaren.

Emellertid ger respondenterna bilden av att fastighetsbolag inte alltid strävar efter att maximera sin belåningsgrad. De ger även bilden av att fastighetsbolagen inte heller aktivt arbetar med att maximera den finansiella hävstången till varje pris, något som trade-off teorin förespråkar. Teorin är emellertid utformad efter antagandet om en perfekt fungerande marknad vilken kan vara en av förklaringarna. I verkligheten finns även ett flertal faktorer som kan ge negativ inverkan för ett fastighetsbolag med hög belåning såsom exempelvis konsekvenser för aktievärdet. I det avseendet torde det hos fastighetsbolagen finnas inslag av pecking-order teori, snarare än trade off. IP 5 menade att fastighetsbolag ibland väljer att

avstå från en högre belåning trots att banken beviljat denna. Detta för att istället välja andra finansieringsalternativ, något som är ett tydligt drag i pecking-order teorin.

Respondenterna menar även att manipulation av redovisade värden från fastighetsbolagens sida förr eller senare skulle upptäckas, vilket skulle äventyra relationen och förtroendet för fastighetsbolaget. Manipulation skulle således vara en kortsiktig lösning som skulle skada mer än gynna ett fastighetsbolag. Detta då konsekvenserna inbegriper repressalier i form av omförhandlade och dyrare lån för fastighetsbolaget i framtiden. Resonemanget får även stöd av intressentteorin som betonar det ömsesidiga beroendeförhållandet parterna emellan samt vikten av en rak och öppen kommunikation så att ett långsiktigt samarbete kan möjliggöras. Framförallt gäller detta de primära intressenterna såsom långgivare, eftersom dessa har en avgörande betydelse för bolagets framtida verksamhet. I enlighet med intressentteorin får även intressenternas krav och normer inverkan på det aktuella företagens val av strategier. Respondenterna upplever att fastighetsbolagen idag strävar efter att vara så tydliga som möjligt för att så effektivt som möjligt kunna få tillgång till kreditmarknaden. Det finns således en övertygelse hos respondenterna att fastighetsbolagen värderar ett väl fungerande långtgående samarbete högre än ett kortsiktigt manipulativt beteende i egenintresse.

Sammantaget anser respondenterna att det finns en teoretisk möjlighet för fastighetsbolagen och externa värderare att styra värderingarna mer idag än innan IAS 40 infördes, vilket skulle kunna medföra en ökad riskbild för kreditgivarna. Dock bedömer kreditgivarna risken som mycket liten att fastighetsbolagen skulle utnyttja den möjligheten enbart i syfte att möjliggöra en högre belåning, då de negativa konsekvenserna av ett sådant agerande är för stora.

6.2.2 Risk för utdelningsproblematik

Att fastigheternas värdeförändringar inkluderas i resultatet ser inte respondenterna som något problem av betydelse då värdeförändringarna alltid särskiljs från förvaltningsresultatet vid en bedömning. Dock anser de att det finns en teoretisk risk förknippat med att posten är utdelningsbar, vilken består i att det vid gynnsamma perioder kan ställas högre krav från aktieägarna att dela ut mer pengar. I praktiken relateras emellertid utdelningarna till förvaltningsresultatet och genom utvärdering av kassaflödet. Detta eftersom det krävs likviditet för att göra en utdelning, något som värdeförändringar inte bidrar med.

Respondenterna menar även att risken för att stora utdelningar görs även kan minimeras med hjälp av covenant från kreditgivarens sida, varför riskbilden inte torde förändras.

6.2.3 Risk för trendsökande beteende

Bortsett från diskussionen huruvida verkliga värden tenderar att styras eller ej av fastighetsbolagen, innehar värdena en subjektivitet, vilken respondenterna uppskattar till +/- 10 procent som rimlig. Subjektiviteten innebär en risk i sig om man helt förlitar sig på de redovisade värdena vid en kreditbedömning menar respondenterna. IP 1 utvecklar problematiken och menar att felmarginalen säkerligen är systematisk, där värderarna oftast har en positiv syn på värderingarna i ett fastighetsbolags bestånd. Detta kan också innebära en högre grad av risk då många värderingar generellt sätt grundar sig på hur marknaden har varit och då marknadsvärdena har fått en högre grad av legitimitet sedan IAS 40 infördes anser IP 1 vidare.

De övriga respondenterna menar liksom IP 1 att det mer eller mindre alltid har förekommit ett trendsökande beteende vad gäller kreditgivares prognoser. Däremot ställer de sig tvivelaktiga till om IAS 40 medför en ökad risk. Detta eftersom kreditgivare framförallt ser till utvärdering av kassaflödet och inte efter substansen. Den risk för ökat trendsökande beteende som respondenterna förknippar med IAS 40 förefaller med andra ord vara kopplad till hur stor vikt de generellt lägger vid balans- och resultaträkningen.

7 Slutsats

Vilka konsekvenser medför införandet av IAS 40 för kreditbedömning av fastighetsbolag?

Undersökningen visar att införandet av IAS 40 inte medfört några konsekvenser av betydelse för analysmetoderna gällande kreditbedömning av fastighetsbolag. Detta eftersom metoderna i högsta grad grundar sig på likviditetsrelaterade faktorer såsom företagens kassaflöde och förvaltningsresultat framför substansrelaterade faktorer. Ökade fluktuationer i fastighetsbolagens resultat och substans får således ingen konsekvens vid en kreditbedömning. Om kassaflödesvärdering som metod har fått en ökad betydelse i och med införandet av IAS 40 är dock svårt att avgöra. Detta eftersom metoden successivt har fått en ökad vikt vid kreditbedömningar under det senaste årtiondet. Vad gäller mjuka faktorer, såsom fastighetsbolagens ägarstruktur och ledning med dess strategier, har de alltid haft en betydelse och tagits i beaktande vid en kreditbedömning. Emellertid har inte införandet av IAS 40 förändrat betydelsen av denna aspekt.

IAS 40 har heller inte medfört några betydande konsekvenser för kreditgivarens upplevda riskbild, vilket har sin grund i att värderingsmetoderna ses som robusta. De identifierade riskfaktorerna elimineras till stor del beroende på det värde som fastighetsbolaget förutsätts se i att behålla en god och uppriktig relation med kreditgivaren, tillsammans med substansvärdets ringa betydelse i kreditbedömningen. Fastighetsbolagets trovärdighet spelar en avgörande roll för kreditgivaren och ett manipulativt beteende reducerar denna trovärdighet. Följderna av IAS 40 för kreditgivaren vid en kreditbedömning är således endast redovisningstekniska, vilket varken förändrar kreditgivarens värderingsmetoder eller riskbild nämnvärt.

8 Avslutande diskussion

I detta avslutande kapitel lyfts våra egna reflektioner från den genomförda undersökningen fram. Här tas även självkritik upp liksom våra förslag till fortsatt forskning inom området.

8.1 Egna reflektioner

Eftersom undersökningen har genomförts endast fem kvartal efter att IFRS/IAS implementerades och då förhållandena på fastighetsmarknaden varit gynnsamma, är det svårt att få en helhetsbild om IAS 40:s konsekvenser för kreditbedömning, framförallt vad gäller riskaspekten. Utvecklingen på fastighetsmarknaden har haft en uppåtgående trend sedan 2003, varför endast positiva följder har uppstått sedan den nya standarden infördes. Risker såsom exempelvis alltför stora utdelningar i goda tider, kan dock få facit efter kommande lågkonjunktur. Detsamma gäller betydelsen av risker beträffande ökat trendsökande beteende och manipulering av redovisade värden.

Som tidigare nämndes i slutsatser, visar undersökningen på att kreditgivarna har ändrat sitt arbetssätt sedan fastighetskrisen i början på 1990-talet. Kassaflödet har till förmån av substansvärdering successivt fått en ökad betydelse och utgör i skrivande stund grundstenen vid en kreditbedömning. Vi anser dock att det är tämligen oklart hur liten betydelse substansen har. Ju mer vikt vid substansvärdering en kreditbedömning grundar på, ju större risk torde IAS 40 medföra för kreditgivaren, framförallt vad gäller de riskaspekterna såsom manipulerade redovisade värden och ett trendsökande beteende medför. Kreditgivarnas covenant avser ju de värden som redovisas officiellt i fastighetsbolagens årsredovisningar, vilka innefattar substansrelaterade covenant.

En intressant aspekt vad gäller ett trendsökande beteende är att det enligt respondenterna sker en eftersläpning av det redovisade värdena. Ur en konjunktursynvinkel tenderar således fastighetsbolag i en nedåtgående konjunktur vara övervärderade och vice versa. Något som vi tycker är värt att påpeka är att samtliga intervjuade analytiker dementerade risken om ett ökat trendsökande beteende till följd av IAS 40. Samtidigt framhöll alla vikten av att ta hänsyn till historiken vid en bedömning/värdering. Om det då finns en eftersläpning i värderingarna, så innebär det att de grundar sina värderingar på överskattade värden i en nedåtgående trend vilket borde innebära en viss ökad risk.

En annan aspekt av intresse som uppkom i diskussionen med respondenterna kring verkliga värden, var hur tillförlitliga värdena egentligen är. Det framkom att externa värderare av eget vinstintresse tenderar att göra värderingarna i överkant för att nå höga värden. Dock ses risken som liten av kreditgivarna för att fastighetsbolagen själva skulle utnyttja möjligheten att styra värderingen, vilket ställer oss lite förundrade. De externa värderingsinstituten borde ju rimligen ha incitamentet att främja kundens, dvs. fastighetsbolagets, intressen. Värderingsinstituten torde således endast ha incitament att göra en hög värdering om det aktuella fastighetsbolaget också har det. Med den utgångspunkten kanske fastighetsbolagen indirekt utnyttjar möjligheten att styra värderingen mer än vad kreditgivarna tror. Detta blir än viktigare att ta i beaktande om man som kreditgivare har en normgivande syn på de externa värderarna.

8.2 Självkritik

Efter att vi tagit del av tidigare studier beträffande värderingsmetoder för fastighetsbolag, skapade vi redan i ett tidigt stadium en struktur för hur uppsatsen skulle utformas och vilka värderingsmetoder som skulle belysas. Datainsamlingen skedde således medvetet kring substans- och kassaflödesvärdering samt mjuka faktorer såsom ledningskompetens, vilket innebär en begränsning av undersökningen till dessa faktorer. Hade vi istället låtit respondenterna att tala fritt kring vilka konsekvenser IAS 40 har medfört för kreditbedömning av fastighetsbolag, är det möjligt att även andra resultat och aspekter av intresse hade framkommit.

Trots att de genomförda intervjuerna dokumenterades genom ljudupptagning i en lugn och tyst miljö, förekom det i enstaka fall att vissa ord från respondenterna föll bort eller var svåra att tyda, vilket skulle kunna medföra misstolkningar. Emellertid tror inte vi att detta påverkat vår undersökning, då vi av sammanhanget har kunnat skapa oss en tydlig bild av det som respondenterna sade. Respondenterna har även fått ta del av materialet för godkännande så att risken för feltolkningar ytterligare kunde minimeras.

Vid ett av intervjutillfällena genomfördes intervjuerna i grupp om två respondenter, vilket kan ha fått konsekvensen att respondenternas svar påverkades av varandra. Det är således möjligt att vi hade fått andra svar om vi genomfört intervjuerna var för sig. Detta fanns det dock inte möjlighet till, varför vi valde att intervjua båda respondenterna samtidigt eftersom bedömde bådadas medverkan som mer betydande.

8.3 Förslag till vidare forskning

Eftersom undersökningen utgår ifrån ett intressentperspektiv, vore det även av intresse att ta del av fastighetsbolagens syn på vilka konsekvenser införandet av IAS 40 har medfört vid kreditbedömningar. Roger Johansson, Administrativ chef på Fabege AB, uttryckte bland annat i tidigare studier att IAS 40 medverkar till att fastighetsbolagen får en mer rättvis belåning, vilket tyder på att en förändring har skett som inte kan ses i den här undersökningen.

Som nämnts tidigare i detta kapitel genomfördes denna undersökning endast fem kvartal efter att IAS 40 införts. Dessutom har förhållandena på fastighetsmarknaden för företagen och kreditgivarna varit goda under perioden, varför det skulle vara av stort intresse att behandla området vidare efter att kommande lågkonjunktur ägt rum. Detta för att få en klarare helhetsbild om vilka konsekvenser IAS 40 har medfört vid kreditbedömning av fastighetsbolag. Förstärktes exempelvis det trendsökande beteendet? Uppstod det exempelvis någon utdelningsproblematik på grund av värdeförändringarna? Osv.

Vidare vore det även intressant att undersöka om IAS 40 medfört några konsekvenser för aktiemarknaden. I enlighet med IAS 40 skall fastighetsbolagen redovisa värdeförändringarna i fastighetsbestånden kvartalsvis, vilket innebär att de redovisade värdena fluktuerar i högre utsträckning än vad de gjorde när de redovisades i enlighet med svensk traditionell redovisningssed. Kan ökade resultatfunktioner medföra en ökad osäkerhet på aktiemarknaden? En sådan undersökning torde dock vara lättare att genomföra när det har gått längre tid efter att standarden infördes så att mönster i börsutvecklingen tydligare kan urskiljas.

Källförteckning

Litteratur

Artsberg, Kristina (2003) *Redovisningsteori –policy och –praxis*. Malmö: Liber AB

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2002) *Investments*, Mc Graw-Hill

Harrison, J.S. & St. John, C.H. (1994) *Strategic Management of Organizations and Stakeholders*, West Publishing Co, St, Paul

Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik, Studentlitteratur*, Lund

Johnson, G & Scholes, K (1999) *Exploring Corporate Strategy –text and cases*, Prentice-Hall

Kvale, S (1997) *Den kvalitativa forskningsintervjun*, Studentlitteratur, Lund

Mitroff, I. (1983) *Stakeholders of the Organizational Mind*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco

Newell, A. & Simon, H. (1972) *Human Problem Solving*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Nilsson, H. Isaksson, A. & Martikainen T. (2002) *Företagsvärdering*, Studentlitteratur, Lund

Nylén, U. (2005) *Att presentera kvalitativa data*, Liber AB, Malmö

Olbert, L., (1992) *Värdering av aktier: Finansanalytikens värderingsfaktorer och informationskällor*, Lunds Universitet

Pfeffer, J. & Salancic, G. R. (1978) *The External Control of Organizations: A resource Dependence perspective*, Harper&Row, New York

Ross, S. Westerfield, R & Jaffe, J. (2002) *Corporate Finance*, McGraw Hill

Ljung, A O. (1992) *Intressentstrategier*, Stockholm: Graphic Systems

Ljungdahl, F. (1999) *Utveckling av miljöredovisning i svenska börsbolag*, Lund University Press, Lund

Forskningsartiklar

Brown, D. (2000) Liquidity and Liquidation: Evidence from Real Estate Investment Trusts, *Journal of Finance*, vol. 55, no.1

Clarkson, M. (1995) *A Stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, *Academy of Management Review*, vol. 20

Donaldson, T. & Preston, L. E. (1995) *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications*, *Academy of Management Review*, vol. 20, no.1

Hardin, W. G. (1997) *Heuristic use, credit constraint and real estate lending*, *Journal of Property Valuation & Investment*, vol. 15, no.3

Mei, J. & Saunders, A. (1997) *Have U.S. Financial Institutions' Real Estate Investments Exhibited "Trend-Chasing" Behavior?*, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 79, No. 2

Meyers S. C. (1998) *The Search for the Optimal Capital Structure*, artikel publicerad i Stern, J.M & Donald, H. C. *The revolution of Corporate Finance* (1998)

Miller, M. (1988) *The Modigliani Miller Propositions after Thirty Years*, *Journal of Economic Perspectives*

Pitschke, C. & Bone-Winkel, S. (2006) *The impact of the new Basel Capital Accord on real estate developers*, *Journal of Property Investment and Finance*, vol. 24, no. 1

Räckle, G. (1994) *Alternativa finansieringslösningar för fastigheter*, Licentiatavhandling, Institutionen för fastigheter och byggande, KTH, Stockholm

Shanteau, J (1992) *Competence in experts: the role of task characteristics*, *Organizational Behaviour and Human Decision Processes*, Vol 53

Sunder, L.S & Myers, S.C, (1999) *Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital structure*, *Journal of Financial Economics*

Ullmann, A. A. (1985) *Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance of U.S. Firms*, *Academy of Management Review*, vol. 10, nr. 3

White, M.J (1983) *Bankruptcy costs and the new bankruptcy code*, *Journal of Finance*

Övriga tryckta källor

FAR FÖRLAG AB (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*. Stockholm: FAR FÖRLAG AB.

Gustavsson, Christina - Nordlund, Bo (2001). *Krav på upplysningar om verkligt värde för förvaltningsfastigheter*, Balans, 2001, nr: 8-9

Nordlund, Bo - Persson, Erik, (2003). *Redovisning av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40: Vad händer vid osäkerhet i värdebedömningar och cykliska förlopp i ekonomin?*, Balans, 2003, nr: 4

Rundfelt, Rolf (1998) *Tendenser i börsbolagens årsredovisningar*, Stockholms Fondbörs

Kreditinstitut 1, Årsredovisning 2005

Kreditinstitut 2, Årsredovisning 2005

Kreditinstitut 3, Årsredovisning 2005

Intervjuer

Intervjuperson 1, Kreditinstitut 1 2006-04-19, kl 14:00-15:16

Intervjuperson 2 och Intervjuperson 3, Kreditinstitut 2 2006-04-20, kl 13:00-14:04

Intervjuperson 4, Kreditinstitut 4 2006-04-25, kl 10:00-10:57

Intervjuperson 5, Kreditinstitut 2 2006-04-21, kl 15:00-15:48

Muntliga källor

Christer Nerlich, ekonomi- och finansieringschef på AP Fastigheter AB 2005-11-14

Roger Johansson, administrativ chef på Faberge AB 2005-11-15

Mikael Ikonen, revisor på Ernst & Young 2005-11-17

Katarina Nordström, Statistiska Centralbyrån, Företagsregistret 2006-05-12

Elektroniska Källor

<http://www.leimdorfer.se/research/research.htm#> Bolagsöversikten 2006-05-12

http://www.ekonomiinfo.nu/webbsystem/pages/show_standardelement.asp?ID=334&isLoginRequired=False&freshstamp=2006%2D05%2D10+23%3A35%3A12 2006-05-11

<http://www.hufvudstaden.se> 2006-05-13

Bilaga 1. Exempel på omräkning till verkligt värde

I figuren nedan illustreras vilka konsekvenser redovisning till verkligt värde har medfört för Hufvudstaden. Fastighetsbolagets egna kapital uppgick 2004-12-31 till 5 209 Mkr redovisat i enlighet med anskaffningsvärdeprincipen. Värdena för samma räkenskapsår är sedan omräknat enligt verkligt värde-principen, vilket visar på en påtaglig skillnad. Det egna kapitalet uppgick då till 8 140 Mkr, vilket innebär en differens om 2 931 Mkr.⁸³

Förändring av eget kapital, Mkr	2004-12-31	2004-01-01
Eget kapital enligt gällande lagar och rekommendationer	5 209	4 792
<i>Förvaltningsfastigheter</i>		
Redovisning av förvaltningsfastigheter till verkligt värde	3 274	3 250
Återföring avskrivningar	75	
Återföring projektutgifter	8	
<i>Uppskjuten skatt</i>		
Uppskjuten skatt hänförlig till rörelseförvärv	-426	-426
Eget kapital enligt IFRS	8 140	7 616
Finansiella instrument effekt 1 jan 2005	-57	
Uppskjuten skatt	16	
Eget kapital 1 jan 2005 enligt IFRS	8 099	

⁸³ www.hufvudstaden.se

Bilaga 2. Nyckeltal och beräkningar

$$\text{Substansvärde} = \text{Tillgångarnas värde} - \text{skuldernas värde}$$

$$\text{Räntabilitet på eget kapital (Re)} = \frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter och kostnader}}{\text{Summa genomsnittligt eget kapital}}$$

$$\text{Räntetäckningsgrad} = \frac{\text{Rörelseresultat efter avskrivningar + finansiella intäkter}}{\text{Finansiella kostnader}}$$

$$\text{Skuldsättningsgrad (S/E)} = \frac{\text{Genomsnittliga totala skulder}}{\text{Genomsnittligt eget kapital}}$$

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Summa eget kapital}}{\text{Summa skulder och eget kapital}}$$

$$\text{Hävstångsformeln} = [\text{Rt} + (\text{Rt}-\text{Rs})\text{S/E}] (1-t)$$

Bilaga 3. Intervjufrågor, Kreditanalytiker

Substansvärdering

- Vilka värderingsmetoder använder ni er främst av vad gäller kreditbedömning av fastighetsbolag?
- Det finns flera incitament för fastighetsbolag att ha en hög belåningsgrad, hur påverkar det er bedömning?
- Har vissa aspekter fått en annan betydelse än tidigare vid bedömningarna, sedan införandet av IAS 40?
- Det finns fyra kvalitativa egenskaper som skall uppfyllas för redovisningen skall bli så användbar som möjligt för användarna. Anser du att redovisningen har blivit mer tillförlitlig sedan IAS 40 infördes?
- Har informationen blivit mer relevant?
- Har informationen blivit mer jämförbar?
- Har informationen blivit mer begriplig?
- Kan redovisning till verkligt värde innebära en större trygghet för era bedömningar?
- Vad innebär det exempelvis för er att nyckeltal, resultat med mera tenderar att fluktuera i större utsträckning än tidigare?
- Vad är en ”bra soliditet” i ett fastighetsbolag?
- Hur stor hänsyn tas överlag till den synliga substansen i fastighetsbolagens balansräkningar?
 - Hur påverkar de officiella värdena er?
- Hur kan man gå tillväga för att behandla och ta hänsyn till den latent skatteskulden som uppstår vid värdeförändringar?
 - Har detta försvårats sedan IAS-40 infördes?
- Krävs det mera arbete från er nu sedan IAS-40 infördes?
 - Har det försvårats eller underlättats?
- Görs det någon dubbel redovisning utifrån den officiella balansräkningen och analytikernas balansräkning. Vilka nyckeltal ligger till grund för besluten? Nyckeltal från den officiella balansräkningen eller analytikernas?
- Era Covenances, sätts de utifrån den synliga balansräkningen eller efter era egna bedömningar? Skiljer de sig idag från förut, i så fall på vilket sätt?

Kassaflöde

- Är det samma syn på kassaflödet nu som förut, eller fäster man större vikt vid substansen?

Ledningskompetens

- Vilken betydelse har mjuka faktorer såsom ledningskompetens osv. vid bedömningarna?
- Har de skett någon förändring där sedan redovisning till verkligt värde började tillämpas? Man kan ju tänka sig att det strategiska arbetet hos företagsledningen får en större betydelse nu när fastighetsbolagen har blivit mer känsliga för förändringar i marknaden.
- Ställs det högre krav på ledningsgruppen nu än sedan IFRS infördes?
- Hur ser ni på att värdeförändringarna redovisas över resultaträkningen? Ser ni någon risk i att utdelningarna kan bli för stora vid gynnsamma perioder så att kapitalet utarmas vid sämre tider?
- Finns det andra mjuka faktorer som spelar in?
- Balansräkningen innehåller numera bedömda siffror, vilket gör den spekulativ. Är det större risk nu att ledningen tar fram siffror som passar deras ändamål?

Ökad risk för manipulation

- Många analytiker menar att det kan bli lättare att manipulera resultatet hos fastighetsbolag sedan IAS 40 infördes. Hur ställer ni er till det?
- Fastighetsbolag kan själva påverka värderingen genom att medvetet lämna ut viss information till en värderare. Denna värdering påverkar nu direkt balansräkningen. Hur påverkar det ert analysarbete?
- Tror du att det föreligger en risk för att gynnsamma marknadsförhållanden skapar ett trendsökande beteende hos kreditgivare, dvs. att man grundar beslut på hur det har sett ut tidigare?

Bilaga 4. Intervjufrågor, Aktieanalytiker

Substans & soliditetsmått

- Vilka värderingsmetoder använder ni er främst av vad gäller värdering av ett fastighetsbolag?
- Det finns flera incitament för fastighetsbolag att ha en hög belåningsgrad, hur påverkar det er bedömning?
- Har vissa aspekter fått en annan betydelse än tidigare vid bedömningarna, sedan införandet av IAS 40?
- Det finns fyra kvalitativa egenskaper som skall uppfyllas för redovisningen skall bli så användbar som möjligt för användarna. Anser du att redovisningen har blivit mer tillförlitlig sedan IAS 40 infördes?
- Har informationen blivit mer relevant?
- Har informationen blivit mer jämförbar?
- Har informationen blivit mer begriplig?
- Då värdena är framtagna av värderingsinstitut som sedan granskats av revisorer. Kan redovisning till verkligt värde innebära en större trygghet för era bedömningar?
- Vad innebär det exempelvis för er att nyckeltal, resultat med mera tenderar att fluktuera i större utsträckning än tidigare?
- Vad är en ”bra soliditet” i ett fastighetsbolag?
- Hur stor hänsyn tas överlag till den synliga substansen i fastighetsbolagens balansräkningar?
 - Hur påverkar de officiella värdena er?
- Hur kan man gå tillväga för att behandla och ta hänsyn till den latent skatteskulden som uppstår vid värdeförändringar?
 - Har detta försvårats sedan IAS-40 infördes?
- Krävs det mera arbete från er nu sedan IAS-40 infördes?
 - Har det försvårats eller underlättats?

Kassaflöde

- Är det samma syn på kassaflödet nu som förut, eller fäster man större vikt vid substansen?

Ledningskompetens

- Vilken betydelse har mjuka faktorer såsom ledningskompetens osv. vid bedömningarna?
- Har de skett någon förändring där sedan redovisning till verkligt värde började tillämpas? Man kan ju tänka sig att det strategiska arbetet hos företagsledningen får en större betydelse nu när fastighetsbolagen har blivit mer känsliga för förändringar i marknaden.
- Ställs det högre krav på ledningsgruppen nu än sedan IFRS infördes?
- Hur ser ni på att värdeförändringarna redovisas över resultaträkningen? Ser ni någon risk i att utdelningarna kan bli för stora vid gynnsamma perioder så att kapitalet utarmas vid sämre tider?
- Finns det andra mjuka faktorer som spelar in?
- Balansräkningen innehåller numera bedömda siffror, vilket gör den spekulativ. Är det större risk nu att ledningen tar fram siffror som passar deras ändamål?.

Ökad risk för manipulation

- Många analytiker menar att det kan bli lättare att manipulera resultatet hos fastighetsbolag sedan IAS 40 infördes. Hur ställer ni er till det?
- Fastighetsbolag kan själva påverka värderingen genom att medvetet lämna ut viss information till en värderare. Denna värdering påverkar nu direkt balansräkningen. Hur påverkar det ert analysarbete?
- Tror du att det föreligger en risk för att gynnsamma marknadsförhållanden skapar ett trendsökande beteende hos kreditgivare, dvs. att man grundar beslut på hur det har sett ut tidigare?

Bilaga 5. Empirisk överblick

	IP 1	IP 2 & IP 3	IP 4	IP 5
Huvudsaklig analysmetod?	KF-analys Substans	KF-analys	KF-analys	KF-analys
Viktigaste nyckeltalen?	Soliditet RT-grad	RT-grad	RT-grad	RT-grad
Har IFRS inneburit skiftat fokus?	Nej	Nej.	Nej	Nej.
Gör ni egna värderingar av bolagen?	Ja.	Nej.	Nej.	Ja.
Innebär redov. till verkligt värde en trygghet för er?	Ej nackdel, ej trygghet. Skall inte tas för absolut sanning.	En klarare bild av bolaget. Minskad riskbild.	Svårt att säga.	Nej.
Risk för en alltför stor utdelning?	Ja, i viss mån. Står i relation till förvaltningsresultatet.	Nej. Står i relation till förvaltningsresultatet.	Teoretiskt, ja. Står i relation till förvaltningsresultatet.	Kan finnas risk att dela ut pengar snabbare. Ev. ökat tryck från ägarna.
Ledningens betydelse	Större vikt vid ledarskapet	Har inte förändrats sedan IFRS.	Har inte förändrats sedan IFRS.	Har inte förändrats sedan IFRS
Risk för manipulerade siffror i resultatet?	Teoretiskt, ja.	Teoretiskt, ja, hos mindre bolag.	Ja	Ja.
Risk för uppskrivning av värdena för att nå hög belåning?	Ja.	Nej.	Nej.	Nej.
Risk för ökat trendsökande beteende?	Ja, eventuellt.	Nej.	Oklart hur IFRS påverkar risken.	Nej.
Problematiken med latent skatt?	Komplexiteten har förvärrats sedan IFRS infördes.	IFRS har inte förändrat detta.	IFRS har troligtvis inte förändrat detta.	IFRS har inte förändrat detta
Bidrar IFRS till ökad relevans, tillförlitlighet, jämförbarhet och begriplighet?	Delvis.	Ja.	Nej.	Nej.