



## Redovisning

BO NORDLUND  
REDOVISNINGSSPECIALIST KPMG/TEKN DR KTH

# Går ej att bortse från sambandet mellan aktiekurser och fastighetsvärden

**De noterade fastighetsbolagens bokslutskommunikéer för 2008 kan nu summeras. Bolagens redovisade nivåer på värdeförändringar varierade kraftigt, men det viktigaste intrycket är att dessa värdeförändringar sannolikt blev lägre än de allmänna förväntningarna på marknaden.**

Det jag tar upp i artikeln nedan kan i huvudsak sammanfattas i följande huvudpunkter:

- Även om olika undersökningar visar lite olika resultat finns det ett samband mellan utvecklingen på värdet av noterade fastighetsaktier och de underliggande fastighetstillgångarna.
- Brist på motiv till valet av nivån på ökning i avkastningskrav.
- Verkligt värde byggs bland annat på antagandet om hur en villig säljare kan tänkas resonera. Jag vill fästa uppmärksamheten på att denne villige säljare, enligt IAS 40, är en hypotetisk sådan som är frikopplad från det pris den aktuelle innehavaren vill sälja fastigheterna för.
- IFRS-reglerna ger företräde för

observerbara inputs i värderingsmodellerna.

Det har diskuterats vilka slutsatser man kan tänkas dra av att aktiekurserna för de noterade fastighetsbolagen implicit påvisat större värdenedgångar än vad bolagen redovisat. Faktum kvarstår dock att även efter lämnade bokslutsrapporter så kvarstår ett väsentligt glapp mellan redovisade fastighetsvärden och de lägre implicita fastighetsvärdena. Under perioden december 2008 till och med mars 2009 har börskurserna återspeglat något som kan tolkas som växling mellan hopp och förtvivlan när det gäller de underliggande fastighetsvärdena i bolagen. Från olika håll har bland annat framförts att utvecklingen av priset på

fastighetsaktier förvisso är en tänkbar "input" i fastighetsvärderingssammanhang, men att denna input måste tolkas med största försiktighet. Några av dessa debattinlägg har gett intrycket att man kraftigt tonat ned betydelsen av en observerbar "input" (värdet på fastighetsaktier) till förmån för icke observerbara "inputs" i värderingskalkyler. Som stöd för ett sådant synsätt framförs bland annat hänvisningar till ett fåtal undersökningar som visar låg korrelation mellan avkastningsutvecklingen på fastighetsaktier contra underliggande fastighetstillgångar. I sammanhanget ska dock framföras att det finns ett antal sådana undersökningar genomförda. Vissa undersökningar visar på ett starkt samband<sup>1</sup> medan andra visar på mindre starkt samband



## Faktum kvarstår dock att även efter lämnade bokslutsrapporter så kvarstår ett väsentligt glapp mellan redovisade fastighetsvärden och de lägre implicita fastighetsvärdena.

mellan kurser på fastighetsaktier och underliggande fastighetstillgångar. Min uppfattning är att man inte kan tona ned detta samband så hårt som jag får intrycket av i vissa debattinlägg.

Ett problem som sällan diskuteras i sammanhanget är att man delvis jämför äpplen med päron i många undersökningar av denna typ, exempelvis ett dag-för-dag prissatt aktieindex med ett "smoothat"<sup>29</sup> värderat fastighetsindex. Min uppfattning är att man kan dra vissa slutsatser från implicita fastighetsvärden via börskurser på aktier. Man bör dock göra en analys av tänkbara förklaringar till varför det skulle kunna skilja sig mellan implicita värden och värderade värden via traditionella fastighetsvärderingar. Det kan mycket väl vara så att det finns mycket bra förklaringar till varför det skiljer sig åt i detta avseende.

När Riksbanken rekordsänkte räntan i början av december började fastighetsaktierna klättra uppåt igen efter en långdragen utförsbacke. Glädjen blev dock inte så långvarig. Redan efter årsskiftet började man se tendenser till att effekten av den sänkta räntan började klinga av och aktiekurserna vände nedåt igen. Ytterligare en räntesänkning på nya året från Riksbanken lyfte kurserna för en stund igen och därefter återigen en uppbromsning och nedgång. Problemen med de sjunkande värdena på fastighetsaktier har sannolikt sitt ursprung i de dystra konjunkturutsikterna och skulle kunna tolkas som att marknaden inte nöjer sig med det

faktum att räntan sänks, man ställer sig också följdfrågan varför den sänks. Svaret på denna följdfråga ger sannolikt inte upphov till några stående glädjeovationer eftersom en försämring av konjunktur och ekonomisk tillväxt borde leda till sänkta marknadshyror, stigande vakanser och följaktligen sänkta reala framtida driftnetton. Om marknaden reagerar rationellt på sådana signaler torde direktavkastningskravet generellt sett stiga, vilket skulle kunna förklaras med att avkastningskravet ifråga borde innehålla en reall negativ tillväxtkomponent. Om marknaden tror på en reall negativ tillväxtkomponent i direktavkastningskravet så innebär detta, annorlunda uttryckt, att marknaden inte tror att den framtida nominella tillväxten i driftnetton kommer att följa inflationens utveckling<sup>3</sup>. Detta skulle i sin tur kunna förklara varför direktavkastningen (driftnettot) i relation till de implicita fastighetsvärdena är väsentligt högre än den direktavkastning man får fram när man ställer driftnettona i relation till de i bolagen redovisade fastighetsvärdena.

I sammanhanget tycker jag också att det är intressant att notera hur de noterade fastighetsbolagens redovisade värdeförändring förhåller sig till den värdeförändring som framkommer i Svenskt Fastighetsindex mätningar. Givetvis ska man vara försiktig med generaliseringar då bestånden inte är identiska. Det kan med andra ord finnas mycket bra förklaringar till att det kan förekomma skillnader mellan beståndet som ingår i indexet och de noterade

fastighetsbolagens bestånd. Jag kan dock inte undgå att notera att under åren 2005-2007 har totalavkastningsutfallen mellan indexet och de noterade fastighetsbolagen följt varandra ganska bra. År 2008 sticker dock ut såtillvida att genomsnittliga negativa värdeförändringar i de noterade fastighetsbolagen endast blev ungefär hälften så stor som den negativa värdeförändring som drabbade de fastigheter som ingår i indexet.

Förvisso befinner vi oss i ett mycket svårt läge när det gäller bedömning av verkliga värden (marknadsvärden) på fastigheter och jag måste tillstå att varken bolag eller värderare har haft någon lätt uppgift att göra dessa bedömningar. Icke desto mindre funderar jag av och till på hur bolagen har kommit fram till nivåer på de avkastningskrav som använts i värderingarna av fastigheterna. I bolagens redovisningar framhålls ofta vilken styrka som för närvarande finns i kassaffödena i bolagen. En typisk sammanfattande reflektion från värderingsbeskrivningarna från bokslutsrapporterna, och tidigare kvartalsrapporter under den senare hälften av det gångna året, handlar om att man redogör för att det sker få avslut på marknaden. Vidare framgår det ibland att köpare och säljare många gånger står långt ifrån varandra i prisförhandlingar. Från värderarkåren framhölls också ibland under hösten att de få transaktioner som fanns inte gav entydiga svar på hur nivån på verkliga värden hade utvecklats. I många fall konstateras det sedan i redovisningshandlingarna att man

bedömt att nivån på avkastningskravet ökat med exempelvis 0,5 %-enheter under året som gått. Vad som dock saknas är en beskrivning över hur man kom fram till just dessa exemplifierade 0,5%, varför inte 0,1% eller 1,0%?

I sanningens namn skall framhållas att beskrivning av metoder och antaganden vid fastighetsvärderingarna, generellt sett, successivt har förbättrats sedan införandet av IFRS. Det finns dock helt klart förbättringspotentialer i bolagens beskrivningar på detta område. En sak som ofta saknas i externredovisningshandlingarnas tilläggsinformation och som är ett uttryckligt krav i IAS 40, är kopplingen till att det ska avgas ett utlåtande om "market evidence", det vill säga hur de bedömda verkliga värdena förhåller sig till genomförda transaktioner på marknaden.

Avslutningsvis vill jag också flika in några synpunkter avseende inlägg i debatten som framkommit runtomkring fastighetsbolagen och värderingarna av deras fastighetsbestånd. Bland annat framhålls att verkligt värde ska bedömas utifrån bland annat villiga säljare. Vad som inte förtydligas i sammanhanget är att IAS 40 föreskriver att den villige säljaren är en hypotetisk säljare. Den hypotetiske säljaren är intresserad av att få det bästa pris som kan uppnås mot bakgrund av de nu rådande marknadsförhållandena. Om sedan den aktuella innehavaren av fastigheterna aldrig skulle kunna tänka sig att sälja till ett sådant pris är en annan fråga och som bolagen måste frikoppla sig ifrån vid bedömning av verkligt värde på sina förvaltningsfastigheter. Dessutom anser jag att det förtjänar ett påpekande att

tankarna kring "fair value"-redovisning ger företräde för relevanta observerbara "inputs" framför icke observerbara inputs i värdebedömningar. Börskurserna avseende fastighetsaktier är, enligt min uppfattning, observerbara inputs. Dock inte utan behov av justeringar när man väger in dessa i bedömningarna. ■

<sup>1</sup> Se exempelvis Morgan Stanleys undersökning presenterad i "EPRA News – Mars 2009" som finns att ladda ner på [www.epra.com](http://www.epra.com) samt Deutsche Banks rapport "RREEF Research – Global Real Estate Securities – Januari 2007"

<sup>2</sup> Ligger efter i såväl upp- som nedgångar samt kapar toppar och bottnar.

<sup>3</sup> Exempelvis: Antag att marknaden tror på en framtida inflation om 1,5 %. Den reala tillväxten i framtida driftnetton är -1,5%, dvs negativ. Om den nominella diskonteringsräntan (p) är 7 % och tillväxtkomponenten benämnes (g) så kommer direktavkastningskravet att bli "p-g", dvs  $(7\% - (1,5\% - 1,5\%)) = 7\%$ .



## Se Stockholm växa

Vi blir fler och fler stockholmare. Fram till 2030 kan staden ha vuxit med 200 000 människor. Men var ska alla bo? I Stockholm Byggers utställning i Kulturhuset kan du se aktuella och framtida byggplaner.

I centrum står den 44 kvm stora Stockholmsmodellen som tillsammans med webbplatsen [www.stockholmbygger.se](http://www.stockholmbygger.se) ger en vision av framtidens Stockholm.

Värd för utställningen:

