

Handelshøyskolen BI  
Masteroppgave

- Noteinformasjon om  
investeringseiendom -

Skrevet av:  
Victoria Tonning Øvland

Stuedsted:  
BI Oslo

Innleveringsdato:  
02.09.2013

Veileder:  
Finn Espen Sellæg

Eksamenskode og navn:  
GRA 19204 – Endelig masteroppgave

Studie:  
Master i regnskap og revisjon

*Denne oppgaven er en del av studie ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket.*

# Innhold

<b>SAMMENDRAG.....</b>	<b>IV</b>
<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1 GENERELL INNLEDNING .....	1
1.2 TEMA OG PROBLEMSTILLING .....	1
<b>2. METODE.....</b>	<b>3</b>
<b>3. INVESTERINGSEIENDOM .....</b>	<b>4</b>
3.1 DEFINISJONER.....	4
3.1.1 <i>Investerings eiendom</i> .....	4
3.1.2 <i>Virkelig verdi</i> .....	5
3.2 MÅLING.....	8
3.3 VERDSETTELSE AV INVESTERINGSEIENDOM .....	9
3.3.1 <i>Neddiskontert kontantstrøm (DCF)</i> .....	9
3.3.2 <i>Avkastningskrav</i> .....	11
3.3.3 <i>Yield</i> .....	13
<b>4. OPPLYSNINGER OM INVESTERINGSEIENDOM .....</b>	<b>14</b>
4.1 NOTEKRAV ETTER IFRS .....	14
4.1.1 <i>Klassifikasjon</i> .....	14
4.1.2 <i>Verdsettelsesmetoder og forutsetninger</i> .....	15
4.1.3 <i>Andre opplysninger knyttet til eiendommen</i> .....	15
4.1.4 <i>Avstemming av de balanseførte verdiene</i> .....	16
4.1.5 <i>Estimeringsusikkerhet</i> .....	16
4.2 FINANSTILSYNET .....	17
4.2.1 <i>Rapport om verdsettelse av investerings eiendom</i> .....	17
4.2.2 <i>Andre tilbakemeldinger om investerings eiendom</i> .....	18
4.3 EPRA.....	19
4.4 ANALYTIKERES VURDERINGER .....	21
4.5 OPPSUMMERING .....	23
<b>5. POPULASJON OG UTVALG .....</b>	<b>25</b>
5.1 POPULASJONEN.....	25
5.2 UTVALGET.....	25
5.3 KORT OM SELSKAPENE I UTVALGET .....	27

---

<b>6. ANALYSE .....</b>	<b>31</b>
6.1 HVORDAN ANALYSEN ER GJENNOMFØRT .....	31
6.2 ENDRINGER I VIRKELIG VERDI PER KVARTAL – EIENDOMSELSKAPENE VS. FORSIKRINGSSELSKAPER .....	32
6.3 OPPLYSNINGER OM VERDSETTELSESMETODE OG FORUTSETNINGER .....	34
6.3.1 Verdssettelsesmetode.....	34
6.3.2 Forutsetninger.....	36
6.3.3 Sensitivitet.....	42
6.4 EKSTERN VERDSETTER .....	43
6.5 ANDRE OPPLYSNINGER.....	47
6.6 EKSEMPEL PÅ GOD NOTEINFORMASJON .....	50
<b>7. OPPSUMMERING OG KONKLUSJON .....</b>	<b>55</b>
7.1 OPPSUMMERING .....	55
7.2 KONKLUSJON .....	60
<b>REFERANSELISTE.....</b>	<b>61</b>
<b>VEDLEGG .....</b>	<b>65</b>
Vedlegg 1: Noteopplysninger ihht. IAS 40 .....	65
Vedlegg 2: Opplysninger ihht. EPRA's anbefalinger .....	66
Vedlegg 3: Oversikt over selskapene i populasjonen og utvalget.....	67
Vedlegg 4: Grunnlag og forutsetninger for analyse av verdiendringer .....	68
Vedlegg 5: Beskrivelse av EPRA's nøkkeltall.....	71
Vedlegg 6: Investerings eiendom note Castellum .....	74
Vedlegg 7: Benyttede forkortelser.....	78

## Figurer

Figur 1: Eiendomsportefølje i kvadratmeter for utvalget .....	30
Figur 2: Verdiendring per kvartal – Eiendomsselskapene.....	33
Figur 3: Verdiendring per kvartal - Forsikringsselskapene .....	33
Figur 4: Verdiendring per halvår – britiske selskap .....	34
Figur 5: Forutsetninger selskapene har opplyst at er hensyntatt i verdsettelsen .....	37
Figur 6: Benyttede avkastningskrav i 2012 .....	40
Figur 7: Forutsetninger som er inkludert i sensitivitetsanalysen til de norske selskapene .....	42
Figur 8: Andel av eiendomsporteføljen som blir verdsatt av ekstern verdsetter ved årsslutt .....	44
Figur 9: Andel av informasjon (ihht. vedlegg 2 pkt.15) de norske eiendomsselskapene har gitt ...	48

---

## Sammendrag

Utgangspunktet for oppgaven var å se om norske børsnoterte selskaper gir tilstrekkelig noteinformasjon til brukerne av regnskapet vedrørende investerings-eiendommer som føres til virkelig verdi. Temaet er spesielt aktuelt i Norge, da det ikke finnes et aktivt marked for investeringseiendom. Verdsettelsen er derfor gjort på bakgrunn av skjønnsmessige vurderinger og estimater. Virkelig verdi anses ofte å gi brukerne mer relevant informasjon enn historisk kost, men relevans går gjerne på bekostning av pålitelighet. For at den virkelige verdien skal være pålitelig, sammenlignbar og forståelig, krever det at det gis god informasjon knyttet til de vurderingene som er gjort. Brukerne av regnskapet har behov for spesifikk informasjon knyttet til verdsettelsesmetoden og forutsetningene som er benyttet, samt hvor følsom verdien er for endringer i disse forutsetningene.

Gjennomgangen av årsrapportene til selskapene har vist at det er et betydelig forbedringspotensial i forhold til informasjonen som gis vedrørende verdsettelsen. Verdsettelsesmetoden blir omtalt på en relativt generell måte, og informasjon om prognoseperiode samt metode for fastsettelse av terminalverdi er det få som gir. Selskapene nevner ofte hvilke forutsetninger som inngår i beregningen, men det gis svært begrenset informasjon om hvordan disse er fastsatt, og nesten ingen oppgir tallmessige verdier på forutsetningene. Hvilke avkastningskrav som er benyttet har de fleste opplyst, men hvordan de ulike variablene som inngår i avkastningskravet er fastsatt, eksempelvis risikofri rente, er det få som oppgir. Alle selskapene har gitt opplysninger om hvor følsom verdien er gjennom en sensitivitetsanalyse. Det er imidlertid få av selskapene som har inkludert alle de vesentlige forutsetningene i analysen, noe jeg mener de bør gjøre.

Min oppfatning er at det ikke gis tilstrekkelig informasjon i regnskapene for at brukerne skal kunne forstå beregningen som er gjort, og de forutsetningene som ligger til grunn. Selskapene virker svært tilbakeholdne, spesielt når det kommer til forutsetningene og hvordan disse er prognostisert. Det er også begrenset hvor mye opplysninger som gis om de ulike eiendommene i porteføljen og porteføljen totalt sett, slik at det vil være utfordrende for brukerne å foreta egne verddivurderinger basert på informasjonen i årsrapportene.

# ***1. Innledning***

## ***1.1 Generell innledning***

I flere hundre år har konservativ regnskapsføring vært et grunnleggende prinsipp. Det har resultert i gjennomgående lav verdsettelse av egenkapitalen, og at det har blitt stilt strengere krav til verifiserbarhet ved en økning i egenkapitalen enn ved en reduksjon. Regnskapsloven har en forankring i konservatisme ved at eksempelvis eiendeler bokføres til laveste verdis prinsipp, samt at urealiserte tap kreves kostnadsført mens gevinster først kan inntektsføres når de er realisert (Stenheim 2010).

I 2005 fikk norske selskaper mulighet til å utarbeide regnskapet etter IFRS. IFRS åpnet for å kunne verdsette enkelte eiendeler og forpliktelser til virkelig verdi. Flere har uttrykt at ved å åpne for å benytte virkelige verdier i regnskapet, synes relevant informasjon å gå på bekostning av pålitelighet. Man åpner for et stort innslag av skjønn, noe som kan føre til økt manipulering (Stenheim 2008). Det vil derfor være viktig at det gis god tilleggsinformasjon om de estimatene og vurderingene som er foretatt.

Et annet forhold er at gevinst eller tap som følge av endringer i virkelig verdi for enkelte eiendeler og forpliktelser, blant annet investeringseiendom, skal resultatføres. Dette kan medføre store svingninger i resultatet. Resultatet vil derfor gi et dårlig bilde av den underliggende løpende driften til selskapet, noe analytikere ofte er opptatt av (Løken 2007).

## ***1.2 Tema og problemstilling***

*Problemstilling: Gir norske børsnoterte selskaper tilstrekkelig noteinformasjon om verdsettelse av investeringseiendommer til virkelig verdi etter IAS 40?*

Investeringseiendom kan etter IAS 40 enten føres til virkelig verdi eller til anskaffelseskost. Jeg har valgt å fokusere på investeringseiendom som føres til virkelig verdi, fordi det er da det er spesielt viktig med god noteinformasjon i forbindelse med verdsettelsen.

Hovedformålet til et regnskap er å gi beslutningsnyttig finansiell informasjon til brukerne. Investorer skal kunne bruke regnskapet som grunnlag for sine investeringsbeslutninger. For at informasjonen skal være nyttig for brukerne må den være relevant og pålitelig, samt sammenlignbar over tid og mellom ulike regnskapsenheter (Kvifte og Johnsen 2008).

For å oppfylle kravet om pålitelighet må verdsettelsen kunne gjentas med omtrent samme resultat, og verdien må faktisk reflektere virkelig verdi og ikke for eksempel gjenanskaffelseskost (Kvifte og Johnsen 2008). Det som gjør verdsettelse av investeringseiendom spesielt utfordrende i Norge, er at det ikke finnes et aktivt marked. For å kunne føre investeringseiendommene til virkelig verdi i balansen, må selskapene i stor grad benytte seg av estimater og skjønnsmessige vurderinger. Da er det viktig med gode opplysninger om disse estimatene og vurderingene for at brukerne av regnskapet skal kunne forstå hvilke forutsetninger som ligger til grunn for beregningen, og hvordan selve beregningen er gjort. Det er også viktig for at brukerne skal kunne gjøre seg opp en mening om den virkelige verdien anses rimelig i deres øyne.

IAS 40 § 75 bokstav d kan anses som hovedbestemmelsen for noteopplysninger knyttet til investeringseiendom ført til virkelig verdi. Dette punktet lyder: *«Et foretak skal opplyse (...) om de metodene og betydelige forutsetninger som er benyttet ved fastsettelsen av den virkelige verdien av investeringseiendom (...)»* (DnR 2011, s. 556). Denne formuleringen er veldig generell, og det kan være uklart hvilke opplysninger det er krav om at skal gis, og hvor detaljerte disse skal være. I oppgaven ønsker jeg derfor å si noe om hva som bør gis av noteinformasjon, og hvilke opplysninger som faktisk blir gitt.

## ***2. Metode***

For å kunne svare på problemstillingen, er det to ting som må belyses. *Hva er tilstrekkelig noteinformasjon, og hvilken informasjon blir gitt av de norske børsnoterte selskapene?*

Hva som er tilstrekkelig noteinformasjon avgjøres av hva slags informasjon brukerne har behov for i forbindelse med verdsettelsen til virkelig verdi. Dette vil jeg prøve å belyse ved å se på hva Finanstilsynet har uttalt vedrørende emnet, hva EPRA (European Public Real Estate Association) har uttalt i sin anbefaling, samt hva analytikere ønsker/savner av informasjon. Ut i fra en samlet vurdering vil jeg da komme frem til hva jeg, på bakgrunn av dette, mener bør gis av opplysninger.

De anbefalingene EPRA har gitt er rettet mot eiendomsselskaper. Anbefalingene er laget for å sikre at investorene får tilstrekkelig informasjon og at det blir mer åpenhet i eiendomssektoren for hele Europa. Det er ikke krav om å følge anbefalingene, men jeg mener at med tanke på hva som er hensikten med anbefalingene, er det en fordel at de følges. Jeg ønsker derfor også å se om de norske eiendomsselskapene følger EPRA's anbefalinger.

Når jeg skal se på hvilken informasjon som blir gitt, vil jeg gjennomgå årsregnskapene til et utvalg børsnoterte selskaper som har investeringseiendom ført til virkelig verdi i balansen. Jeg vil da sammenligne den informasjonen som blir gitt opp mot det jeg mener bør gis av informasjon. For ytterligere beskrivelse av hvordan analysen er gjennomført, se avsnitt 6.1.

Som det fremgår av problemstillingen ønsker jeg å ha fokus på norske børsnoterte selskaper, men jeg vil også se på noen britiske selskaper for å kunne gjøre sammenligninger. Dette for å kunne se om det er kvalitetsforskjeller og for å få en forståelse av deres tolkning av det gjeldende regelverket.

Finanstilsynet ga på slutten av 2010 ut en rapport om verdsettelse av investerings-eiendom der de kom med noen uttalelser om hva som kreves for å oppfylle notekravene i IAS 40. De har også gjort flere gjennomganger av selskap med investeringseiendom, der de har fått påpekt ulike mangler. Jeg ønsker å se om dette kan ha hatt noe innvirkning på kvaliteten av noteinformasjonen som er gitt. Av den grunn ønsker jeg å se på regnskapene fra år 2010, 2011 og 2012.



### **3. Investerings eiendom**

#### **3.1 Definisjoner**

##### *3.1.1 Investerings eiendom*

IAS 40 omhandler investerings eiendom og skal benyttes ved innregning av, måling av og opplysninger om investerings eiendom, jf. IAS 40.2. IAS 40 punkt 5 definerer investerings eiendom som en eiendom som benyttes for å opptjene leieinntekter eller for verdistigning, eller begge deler. Eiendommen kan bestå av en tomt eller bygning, en del av en bygning eller begge deler.

Eierbenyttet eiendom og eiendom som er for salg som en del av ordinær virksomhet er ikke investerings eiendom, jf. IAS 40.5. En eiendom som holdes for salg som en del av ordinær virksomhet skal behandles etter IAS 2 *Beholdninger*. Også tomter som er anskaffet for fremtidig utvikling skal behandles etter IAS 2, da de er å betrakte som varelager (Larsson 2009).

Eiendom som benyttes i produksjon eller levering av varer og tjenester eller administrative formål er en eierbenyttet eiendom, jf. IAS 40.5. Et eierdrevet hotell er for eksempel ikke en investerings eiendom, siden det leveres betydelige tjenester til gjestene i tillegg til utleie av rommene, jf. IAS 40.12. Det kan også bli et tvilstilfelle ved utleie av kjøpesenter dersom det leveres betydelige tjenester i form av markedsføring, diverse fellesfunksjoner, vakthold og lignende (Larsson 2009). Selskapet må bruke skjønn for å bestemme om eiendommen kvalifiserer som investerings eiendom, jf. IAS 40.14.

Leier et selskap i et konsern ut en eiendom til et annet selskap i konsernet, vil eiendommen ikke kunne klassifiseres som investerings eiendom i konsernregnskapet. Dette fordi eiendommen vil være en eierbenyttet eiendom når man ser på konsernet som helhet, jf. IAS 40.15. Den skal da bokføres etter IAS 16 *Eiendom, Anlegg og Utstyr*. Eiendommen vil imidlertid kunne klassifiseres som investerings eiendom i selskapsregnskapet.

Dersom eiendommen både brukes av selskapet selv og leies ut, må den delen som leies ut kunne selges separat eller den egne bruken være ubetydelig, for å kunne

behandles som investeringseiendom, jf. IAS 40.10. Det er ikke tilstrekkelig at eiendommen *kan* seksjoneres dersom eieren ønsker å gjøre det. Eiendommen må faktisk kunne selges hver for seg på balansedagen (Larsson 2009).

Fra 1. januar 2009 skal også investeringseiendom under bygging eller utvikling føres etter IAS 40. Tidligere skulle disse bokføres etter IAS 16, altså til kost. Begrunnelsen for endringen var at eksisterende eiendom som ble videreutviklet fulgte IAS 40 også i utviklingsperioden, og at det ville være mulig å måle virkelig verdi for investeringseiendom under bygging eller utvikling på en pålitelig måte basert på erfaringer med bruk av virkelig verdi på investeringseiendom (Larsson 2009).

Som nevnt skal tomter som er anskaffet for fremtidig utvikling behandles i samsvar med IAS 2. Når den faktisk blir utviklet, går den inn under definisjonen investeringseiendom, og skal behandles i tråd med IAS 40, jf. IAS 40.8e. Dersom tomten er anskaffet uten at det er fastsatt noe fremtidig bruk, skal den også behandles i tråd med IAS 40, da tomten anses som anvendt for verdistigning på kapital, jf. IAS 40.8b.

### 3.1.2 Virkelig verdi

Virkelig verdi er i IAS 40.5 definert som «*det beløp en eiendel kan omsettes for i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte, frivillige parter*» (DnR 2011, s. 546). En transaksjon på armlengdes avstand vil si at det ikke er noe forhold mellom partene som gjør at prisene i transaksjonen er atypiske i forhold til markedet, jf. IAS 40.44. Hva som menes med velinformerte, frivillige parter er utdypet i IAS 40 punkt 42. Det går ut på at en frivillig kjøper skal være informert om investeringseiendommens art og egenskaper, hva den brukes og kan brukes til samt markedsforholdene.

I følge IAS 40.45 er den beste kunnskapen om virkelig verdi «*gjeldende priser i et aktivt marked for en tilsvarende eiendom på samme sted og i samme stand og underlagt tilsvarende leieavtaler og andre kontrakter*» (DnR 2011, s. 551). Dersom dette ikke eksisterer, må selskapet i følge IAS 40.46 hente informasjon fra andre kilder:

- Gjeldende priser i et aktivt marked for lignende eiendommer, justert for ulikheter som beliggenhet, leieavtaler, andre kontrakter og andre betingelser
- Nylig oppnådde priser for tilsvarende eiendommer i mindre aktive markeder, justert for eventuelle endringer i økonomiske forhold etter at transaksjonen skjedde
- Neddiskonterte kontantstrømmer der estimatene er basert på vilkårene i eventuelle eksisterende leieavtaler, andre kontrakter og (der det er mulig) ekstern kunnskap om gjeldende markedsleier for tilsvarende eiendommer. I tillegg skal diskonteringsrenten som brukes gjenspeile gjeldende markedsvurderinger av usikkerheten for kontantstrømmene i forhold til beløpet og tidsplanen.

Hva som menes med et aktivt marked er ikke definert i IAS 40. Man kan derimot finne definisjonen i flere andre standarder, blant annet IAS 36. I IAS 36.6 er et aktivt marked definert som *«et marked der samtlige av de følgende vilkår foreligger:*

- a) *varene som omsettes i markedet er ensartede,*
- b) *villige kjøpere og selgere kan vanligvis finnes til enhver tid, og*
- c) *prisene er tilgjengelige for allmennheten»* (DnR 2011, s. 414).

Er en eiendel eller forpliktelse regnskapsført separat, skal de ikke inngå i beregningen av den virkelige verdien av investeringseiendommen. Leies for eksempel et kontorbygg ut møblert, så skal ikke møblene bokføres for seg selv, da leieinntektene (og dermed grunnlaget for den virkelige verdien) er inkludert møblene (Bernhoft 2008).

Gevinst eller tap som følge av endring i den virkelige verdien, skal innregnes i resultatet i perioden da gevinsten eller tapet oppstår, jf. IAS 40.35.

IASB utga i 2011 en ny standard som omhandler virkelig verdi – IFRS 13 *Fair value measurement*. Standarden ble godkjent av EU 11. desember 2012, og må benyttes for regnskapsår som starter 1. januar 2013 eller senere. Det var også tillatt med tidlig anvendelse i 2012. Standarden sier ikke noe om når virkelig verdi skal anvendes, men regulerer måling av virkelig verdi. Hvorvidt en eiendel eller

forpliktelse skal måles til virkelig verdi fremkommer altså av andre standarder. Ved IFRS 13 får man samlet reguleringen av måling til virkelig verdi og kravene til noteopplysninger i en standard, noe som var hensikten med standarden (Deloitte 2013).

Virkelig verdi er i IFRS 13 definert som den prisen som kan oppnås ved å selge en eiendel eller som må betales for å overdra en forpliktelse i en normal (orderly) transaksjon mellom markedsaktører på målingstidspunktet, jf. IFRS 13.9. En normal (orderly) transaksjon forutsetter at markedsaktører har tilstrekkelig kunnskap om eiendelen eller forpliktelsen ved at det har vært tilstrekkelig markedseksponering (Madsen 2013).

Markedsaktører er i IFRS 13 Appendix A beskrevet som kjøpere eller selgere i det primære (eller mest fordelaktige) markedet som er uavhengige av hverandre, velinformerte vedrørende eiendelen eller forpliktelsen og transaksjonen, samt villige og i stand til å være part i transaksjonen. Det primære markedet er det markedet som har størst volum og mest aktivitet for eiendelen eller forpliktelsen, mens det mest fordelaktige markedet er markedet som maksimerer beløpet en eiendel kan selges for eller minimerer beløpet som må betales for å overdra forpliktelsen.

For ikke-finansielle eiendeler forutsettes det i virkelig verdi målingen at eiendelen blir utnyttet maksimalt (Woxholt 2011). Ledelsen må derfor vurdere om den beste bruken er en annen enn det den blir brukt til på tidspunktet for verdimålingen. Det blir i IFRS 13 lagt til grunn at den nåværende bruken generelt er den beste, med mindre markedet eller andre faktorer antyder at en annen bruk av eiendommen av markedsdeltakere ville ha maksimert dens verdi (Ernst & Young 2011).

Det er ikke forventet at mange foretak opplever vesentlige effekter i målingen av virkelig verdi som følge av IFRS 13, da prinsippene som standarden legger til grunn allerede er lagt til grunn i praksis. Det er imidlertid betydelig økte opplysningskrav, spesielt for ikke-finansielle eiendeler som måles til virkelig verdi hver periode (Woxholt 2011). Investerings eiendom vil gå under denne kategorien.

### **3.2 Måling**

Ved innregning skal investeringseiendom i utgangspunktet måles til anskaffelseskost, jf. IAS 40.20. Anskaffelseskosten inkluderer transaksjonsutgifter som for eksempel advokathonorar, dokumentavgift og andre offentlige avgifter, jf. IAS 40.21.

Ved senere måling kan selskapet velge enten å bokføre investeringseiendommen etter anskaffelseskostmodellen eller etter modellen med virkelig verdi, jf. IAS 40.30. Selv om selskapet velger anskaffelseskostmodellen, må imidlertid virkelig verdi opplyses i note, jf. IAS 40.79 e. Det oppfordres i IAS 40.32 til å bruke en uavhengig takstmann til verdsettelsen av investeringseiendom, men det er ikke et krav. Selskaper som velger anskaffelseskostmodellen skal måle sine investeringseiendommer i samsvar med kravene etter IAS 16. Undersøkelser har vist at omtrent alle eiendomsselskaper som avlegger regnskap etter IFRS, benytter seg av modellen med virkelig verdi (Larsson 2009). Jeg har valgt å fokusere på selskapene som fører investeringseiendom til virkelig verdi, og kommer derfor ikke til å omtale anskaffelseskostmodellen noe videre i denne oppgaven.

Dersom man velger modellen for virkelig verdi, må alle investeringseiendommene måles til virkelig verdi, med mindre virkelig verdi ikke kan fastsettes på en pålitelig måte, jf. IAS 40.33. Endring av metode kan bare gjøres dersom det fører til en mer hensiktsmessig presentasjon. En overgang fra virkelig verdi modellen til anskaffelseskostmetoden kan neppe anses å oppfylle dette kravet (Bernhoft 2008). Konsekvensen er altså at dersom virkelig verdi modellen først er valgt, kan selskapet ikke senere endre til anskaffelseskostmodellen.

Hvordan man skal verdsettelse investeringseiendom under bygging eller utvikling har vært diskutert. Det har blitt utarbeidet retningslinjer for hvordan verdsettelsen skal gjøres av EPRA sammen med IVSC (International Valuation Standards Council). Siden det er mangel på observerbare transaksjoner, må den virkelige verdien estimeres. Utgangspunktet vil da være hva den virkelige verdien ville ha vært dersom investeringseiendommen hadde vært ferdigstilt på balansedagen. Deretter må det trekkes fra et estimat for gjenstående kostnader for å fullføre bygget tillagt et risikopåslag (Larsson 2009).

### 3.3 Verdsettelse av investeringseiendom

Den virkelige verdien til investeringseiendommen skal gi uttrykk for hva som er markedsverdien på balansedagen. Verdien skal reflektere den prisen man kan oppnå ved å selge eiendommen i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte frivillige parter. Særlige vilkår eller omstendigheter som for eksempel atypisk finansiering skal ikke hensyntas, jf. IAS 40.36. Det skal heller ikke gjøres fradrag for transaksjonskostnader, jf. IAS 40.37. I den nye standarden IFRS 13, er virkelig verdi definert som den prisen som kan oppnås ved å selge en eiendel i en normal (orderly) transaksjon mellom markedsaktører på målingstidspunktet. Det er som nevnt ikke forventet at den nye standarden vil føre til vesentlige effekter i målingen av virkelig verdi.

Den beste kunnskapen om virkelig verdi er som tidligere nevnt gjeldende priser i et aktivt marked for en identisk eiendel. Det er imidlertid ikke vanlig at det eksisterer identiske eiendeler for eiendommer (Larsson 2009). IAS 40.46 gir da andre muligheter for å komme frem til virkelig verdi. Det nest beste er å se på gjeldende priser i et aktivt marked for en ganske lik eiendom, og deretter gjøre justeringer for ulikhetene. I Norge er imidlertid markedet lite likvid og transparent, slik at kravene til et aktivt marked ikke kan anses å være oppfylt (Finanstilsynet 2010). Norske selskaper vil derfor ofte ende opp med å verdsette eiendommene etter det laveste nivået i verdsettelseshierarkiet, nemlig neddiskonterte kontantstrømmer.

#### 3.3.1 Neddiskontert kontantstrøm (DCF)

Neddiskontert kontantstrøm, også omtalt som DCF-modellen, går ut på å prognostisere fremtidige kontantstrømmer for så å neddiskontere dem med et avkastningskrav. Formelen for beregningen er:

$$\text{Nåverdi} = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

*CF* = Estimert kontantstrøm

*r* = Avkastningskrav

*TV* = Terminalverdi

*n* = Antall perioder i prognosen

Selskapene kan benytte to forskjellige kontantstrømmer i sin verdsettelse. Kontantstrøm til egenkapitalinvestorer og kontantstrøm til alle investorer, altså både gjeld og egenkapital (total kapital). Kontantstrøm til egenkapitalinvestorer består av den kontantstrømmen som er igjen etter at alle driftskostnader, lånekostnader (både renter og avdrag) og kapitalutgifter er fratrukket, mens kontantstrøm til alle investorer er kontantstrømmen før gjeldsforpliktelser (Damodaran 2012).

De inngående kontantstrømmene for eiendomsinvesteringer består som regel av leieinntekter. For å estimere fremtidig inngående kontantstrømmer må tidligere trender for leieinntekter, tilbud og etterspørselsforhold for lokalene og generelle økonomiske forhold tas med i betraktningen. Ledighetsraten må også anslås i forbindelse med markedsleiene (Damodaran 2012).

Utgående kontantstrømmer kan bestå av faste kostnader som forsikringskostnader, markedsføringskostnader og kostnader til reparasjon og vedlikehold. Disse kostnadene løper uavhengig av hvor mye av bygget som er leiet ut. I tillegg er der variable kostnader som elektrisitet og lignende, som vil avhenge av hvor stor del av bygget som er utleid. Det kan også være andre faktorer som det må tas hensyn til ved estimering av utgående kontantstrømmer (Damodaran 2012).

Forventet vekstrate ( $g$ ) må også estimeres i forbindelse med DCF-modellen, både i leieinntektene og kostnadene. Det er da viktig å hensynta forventet inflasjon. I et stabilt eiendomsmarked bør den forventede vekstraten være noenlunde lik den forventede inflasjonsraten. Er det imidlertid stor etterspørsel i et marked og lav ledighetsrate, kan den forventede vekstraten være høyere enn inflasjonen (Damodaran 2012).

En annen viktig del av DCF-modellen er terminalverdien. Terminalverdien er den verdien eiendelen har ved slutten av prognoseperioden. Det er tre måter en kan beregne den på (Damodaran 2012):

1. Nåverdien av eiendommen antas å øke med forventet inflasjon for å komme frem til en terminalverdi.

$$TV_n = \text{Nåverdi av eiendommen} \times (1 + \text{forventet inflasjon})^n$$

2. Anta at kontantstrømmen i siste året av prognoseperioden vil fortsette å øke med en konstant rate for alltid (Gordons vekstformel).

$$TV_n = \frac{CF_{n+1}}{(r-g)}$$

3. Benytte en kapitaliseringssats. Kapitaliseringssatsen er den rentesatsen som driftsinntektene er delt på for å få verdien av eiendommen.

$$\text{Verdi på eiendommen} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Kapitaliseringssats}}$$

Kapitaliseringssatsen kan finnes på ulike måter. Man kan bruke en gjennomsnittlig kapitaliseringssats for lignende eiendommer som nylig har vært solgt, eller bruke en gjennomsnittlig kapitaliseringssats som blir benyttet av andre eiendomsinvestorer. Det er også mulig å estimere kapitaliseringssatsen fra en DCF-modell. Hvis man antar at netto driftsinntekter er lik fri kontantstrøm, så kan kapitaliseringssatsen beregnes slik (Damodaran 2012):  $\text{Kapitaliseringssats} = \frac{(r-g)}{(1+g)}$

Det er kanskje mest vanlig å forvente at kontantstrømmen fortsetter «evig» etter prognoseperioden, og at man derfor benytter Gordons formel for å fastsette terminalverdien (Kaldestad og Møller 2011). Fordi man forventer at kontantstrømmen fortsetter «evig», vil terminalverdien ofte utgjøre en stor andel av verdien. Terminalverdien er derfor en sentral del av DCF-modellen.

### 3.3.2 Avkastningskrav

Et avkastningskrav består av en risikofri rente pluss en risikopremie. For å neddiskontere kontantstrømmene benyttes det en diskonteringsrente, som er 1 + avkastningskravet (Penman 2007). En liten endring i avkastningskravet kan gi store endringer i verdien av eiendommen, og fastsettelsen av avkastningskravet er derfor svært sentralt. Diskonteringsrenten som benyttes skal i henhold til IAS 40.46c «...gjenspeile gjeldende markedsvurderinger av usikkerheten i beløpet og tidsplanen for kontantstrømmene» (DnR 2011, s. 551).

Risikoen kan enten hensyntas i kontantstrømmene eller i avkastningskravet. Avkastningskravet skal derfor ikke gjenspeile risiko som det allerede er justert for i kontantstrømmene. Finanstilsynet (2010) påpeker i sin rapport at det er mest



nærliggende å ta hensyn til eiendomsspesifikke forhold i kontantstrømmene, da de ikke er kjent med noen god metodikk for å ta hensyn til eiendomsspesifikk risiko i diskonteringsrenten.

Hvilket avkastningskrav som skal benyttes, kommer an på hvilken kontantstrøm som skal neddiskonteres. Er det benyttet kontantstrøm til egenkapitalinvestorer i prognosen, må det benyttes et egenkapitalkrav til neddiskontering. Et vektet avkastningskrav (WACC) må benyttes dersom det skal diskonteres kontantstrøm basert på totalkapitalen. Dette fordi diskonteringsrenten som benyttes skal reflektere risikoen, og risikoen vil være forskjellig for egenkapitalinvestorer og alle investorer (Penman 2007). Det vektete avkastningskravet er «...*den avkastning en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kravet fra eiere og kreditorer samlet*» (Gjesdal og Johnsen 1999, s. 37).

IAS 36 *Verdifall på eiendeler* gir veiledning i bruk av nåverditeknikker i vedlegg A. I forbindelse med diskonteringsrente sier veiledningen i punkt A16 at dersom det ikke finnes en sats direkte tilgjengelig i markedet som er spesifikk for eiendelen, skal foretaket benytte en sats med tilsvarende trekk for å estimere diskonteringsrenten. Foretaket kan ta i betraktning CAPM (Capital Asset Pricing Model), foretakets direkte lånerente og andre lånerenter i markedet ved estimering av diskonteringsrenten, jf. IAS 36.A17.

Damodaran (2012) diskuterer i kapittelet om verdsettelse av eiendom hvorvidt de vanlige metodene for å beregne egenkapitalkrav (CAPM) og vektet avkastningskrav kan benyttes i forbindelse med verdivurdering av eiendom. Et av problemene med eiendom er at de ofte er mindre likvide, transaksjonene forekommer sjeldnere og transaksjonskostnadene kan være høye. Han argumenterer imidlertid for at de vanlige metodene kan benyttes med noen praktiske tilnærminger.

Finanstilsynet (2010) etterlyser i sin rapport en mer robust metodikk for å fastsette diskonteringsrenter, og at en slik metodikk bør ha en teoretisk tilnærming. De viser i den forbindelse til Damodaran. De sier at metodene kan by på noen utfordringer i forhold til behovet for et tilstrekkelig datamateriale for det norske eiendomsmarkedet, men at en utvikling i den retning er fordelaktig.

### 3.3.3 Yield

Yield er et ofte benyttet nøkkeltall innenfor eiendom, og beregnes ved å dividere første års netto leie med eiendomsverdien. Man kan også beregne eiendomsverdien ved å dividere neste års netto leie med yield. Leieavtaler for kontor justeres som regel årlig med KPI eller inflasjon. Kontantstrømmen kan da ses på som en geometrisk rekke som stiger med KPI eller inflasjon, og formelen for å beregne nåverdien vil da være (Løken 2007):

$$Nåverdi_0 = \frac{CF_1}{(r-g)}$$

Formelen er lik Gordons vekstformel. Yield tar plassen under brøkstreken, og vil tilsvare nominelt avkastningskrav minus vekst. Vekst vil som nevnt ofte være lik inflasjon, og yield vil derfor kunne anses som et realavkastningskrav (Løken 2007).

Gordons vekstformel blir som nevnt ofte benyttet for å fastsette terminalverdien, og kan også benyttes for å beregne verdien på eiendommen (kalles heretter yield-metoden). Formelen er egentlig bare en forenklet versjon av DCF-modellen. I stedet for å beregne kontantstrømmen år for år og deretter en terminalverdi, så estimerer man terminalverdien direkte. Yield-metoden kan sies å være en naiv modell, der man antar at neste års kontantstrøm blir som dette årets kontantstrøm, eventuelt med noen korrigeringer. En fullstendig DCF-analyse kan være svært tidkrevende, og noen ganger kan det derfor være ønskelig med en mindre krevende metode som samtidig baserer seg på det samme prinsippet. Metoden kan imidlertid bare rettferdiggjøres dersom enkelte strenge forutsetninger er til stede (Kaldestad og Møller 2011).

## ***4. Opplysninger om investeringseiendom***

Som nevnt innledningsvis er hovedformålet til regnskapet å gi finansiell informasjon som er beslutningsnyttig for brukerne, noe som krever at informasjonen er relevant og pålitelig. Virkelig verdi antas generelt å gi mer relevant informasjon om selskapets verdier enn historisk kost. For at informasjonen skal være relevant må den imidlertid også være tilstrekkelig pålitelig (Stenheim 2008).

For at den virkelige verdien til investeringseiendom kan sies å være pålitelig, avhenger det av at det gis god kvalitativ og kvantitativ informasjon både om metoden som er benyttet for verdsettelsen, forutsetningene som ligger til grunn og hvor følsom verdien er for endring i forutsetningene. Notekravene etter IFRS er utarbeidet for at brukernes informasjonsbehov skal bli ivaretatt. Noen av kravene kan imidlertid som nevnt være noe uklare. I de følgende avsnittene vil jeg først omtale hvilke notekrav som følger av IFRS, og deretter prøve å klargjøre hva slags informasjon brukerne har behov for i tilknytning til verdsettelsen. For å gjøre dette vil jeg se på hva Finanstilsynet og analytikere har gitt uttrykk for, samt hvilke anbefalinger EPRA har gitt.

### ***4.1 Notekrav etter IFRS***

Det fremgår av IAS 1 punkt 112 at notene skal gi opplysninger om grunnlaget for utarbeidelsen av finansregnskapet og gi informasjon som er relevant for å få en forståelse for regnskapet. Opplysningskravene i IFRS anses ofte å være svært omfattende sammenlignet med regnskapsloven. Under gis en presentasjon av notekravene som er knyttet til investeringseiendom.

#### ***4.1.1 Klassifikasjon***

IAS 40 punkt 75a-c omhandler noteopplysninger vedrørende klassifikasjon. Foretaket skal for det første opplyse om det anvender virkelig verdi modellen eller anskaffelseskostmodellen, jf. IAS 40.75a. Dersom virkelig verdi modellen benyttes, skal det også opplyses om og under hvilke omstendigheter foretaket har eiendomsinteresser i form av operasjonelle leieavtaler som er klassifisert og regnskapsført som investeringseiendom, jf. IAS 40.75b. Er det vanskelig å skille

mellom hva som er investeringseiendom og hva som er eierbenyttet eiendom samt eiendom som holdes for salg som en del av ordinær virksomhet, må det opplyses hvilke kriterier som er benyttet for klassifiseringen, jf. IAS 40.75c.

#### *4.1.2 Verdsettelsesmetoder og forutsetninger*

I henhold til IAS 40.75d, skal det opplyses om de metodene og betydelige forutsetningene som er benyttet ved fastsettelse av den virkelige verdien av investeringseiendommen. Som nevnt tidligere er dette svært viktig informasjon for brukerne av regnskapet, siden verdsettelsen som regel gjøres på bakgrunn av en rekke estimater og skjønnsmessige vurderinger.

Det fremgår også av IAS 40.75d, at det skal opplyses om hvorvidt fastsettelsen av den virkelige verdien er underbygd av markedsdokumentasjon eller om den i større grad er basert på andre faktorer. Det kan være aktuelt å benytte andre faktorer dersom eiendommens art tilsier det, eller det er mangel på sammenlignbar markedsinformasjon. Dersom foretaket har benyttet andre faktorer, må dette opplyses om.

Hvorvidt, og i hvilket omfang den virkelige verdien er basert på en verdsetting foretatt av en uavhengig takstmann, skal det opplyses om i note, jf. IAS 40.75e. Dersom det ikke har blitt benyttet en uavhengig takstmann skal det altså også opplyses om dette.

#### *4.1.3 Andre opplysninger knyttet til eiendommen*

Det skal opplyses om hvilke beløp som er innregnet i resultatet for leieinntekt fra investeringseiendommen og tilhørende direkte driftskostnader, samt direkte driftskostnader som tilhører en investeringseiendom som ikke har generert leieinntekter, jf. IAS 40.75f.

Dersom det er begrensninger i investeringseiendommens realiserbarhet eller i leiebetalinger og avhendingsvederlag, må det opplyses om forekomst og omfang av dette, jf. IAS 40.75g. Det skal også opplyses dersom de har kontraktmessige plikter til å kjøpe, bygge eller utvikle investeringseiendom eller til reparasjoner, vedlikehold eller utbedringer, jf. IAS 40.75h.

#### 4.1.4 Avstemming av de balanseførte verdiene

Når et foretak anvender virkelig verdi modellen, må selskapet legge frem en avstemming mellom de balanseførte verdiene av investeringseiendommene i begynnelsen og slutten av perioden, jf. IAS 40.76. I denne avstemmingen skal det i henhold til IAS 40.76a-g fremgå disse opplysningene:

- Tilganger som er resultat av anskaffelser og tilganger som er resultat av påkostninger
- Tilganger i forbindelse med virksomhets sammenslutninger
- Eiendeler klassifisert som holdt for salg i samsvar med IFRS 5 og andre avhendinger
- Netto gevinst og tap ved justering til virkelig verdi
- Eventuelle netto valutadifferanser
- Overføringer til og fra beholdninger eller eierbenyttet eiendom
- Andre endringer

#### 4.1.5 Estimeringsusikkerhet

I tillegg til notekravene etter IAS 40, må selskapene også følge notekrav fra andre standarder. IAS 1 har for eksempel noen notekrav i forbindelse med estimeringsusikkerhet. Siden vi i Norge ikke har et aktivt marked for investeringseiendom, vil som regel den virkelige verdien være fastsatt ved hjelp av estimater, og opplysningskravene i forbindelse med estimeringsusikkerhet i IAS 1 må følges.

I følge IAS 1 punkt 125 skal foretaket opplyse om sine forutsetninger for fremtiden og andre viktige kilder til estimeringsusikkerhet som innebærer en betydelig risiko for en vesentlig justering av den balanseførte verdien i løpet av regnskapsåret. Opplysningene skal presenteres på en måte som hjelper brukere av finansregnskapet til å forstå ledelsens vurderinger, jf. IAS 1.129. Et selskap kan for eksempel opplyse de balanseførte verdienes sensitivitet overfor metodene, forutsetningene og estimatene som ligger til grunn og årsakene til sensitiviteten, jf. IAS 1.129.

## **4.2 Finanstilsynet**

### *4.2.1 Rapport om verdsettelse av investeringseiendom*

Finanstilsynet utga i 2010 en rapport om verdsettelse av investeringseiendom. I rapporten har de sett på den periodiske rapporteringen per 31. desember 2007, 31. desember 2008 og 30. juni 2009 til enkelte børsnoterte foretak, avgrenset til investering i kontoreiendom (Finanstilsynet 2010). Formålet deres med rapporten var «å gi uttrykk for de observasjoner og vurderinger Finanstilsynet har gjort og vil kunne være relevant for alle som verdsetter eiendom til virkelig verdi i henhold til IAS 40 Investeringseiendom» (Finanstilsynet 2010, s. 3).

I rapporten har de uttrykt hvordan de tolker og oppfatter flere av kravene i IAS 40, samt gjort en del observasjoner i forbindelse med verdsettelse av investeringseiendom. Jeg mener dette vil være relevant å ta med i betraktningen av hva som bør gis av noteopplysninger i henhold til min problemstilling. Under har jeg derfor kort oppsummert sentrale punkt fra rapporten.

Oppfatningen til Finanstilsynet er at det hovedsakelig blir benyttet diskonterte kontantstrømmer for verdsettelsen, understøttet av tilgjengelig markedsinformasjon. Finanstilsynet har observert at det blir benyttet ulike modelltekniske løsninger, med ulike lengder på prognoseperioden og ulik beregning for terminalverdi. Om forutsetninger gjøres per leietaker eller som et snitt av alle leietakere er det også ulik praksis om (Finanstilsynet 2010).

Det finnes ingen særskilte regler for vurderingsenheten i IAS 40, men det blir omtalt i enkelte andre standarder. Eiendeler som brukes separat og har separate kontantstrømmer skal regnskapsføres separat, og dette vil gjelde for investeringseiendom. Det betyr at forutsetninger skal fastsettes per eiendom (Finanstilsynet 2010).

I følge Finanstilsynet (2010) er det ikke tilstrekkelig å gi en generell omtale av hvilke faktorer som er tatt hensyn til ved verdsettelsen for å oppfylle kravet i IAS 40.75d. Det må gis konkret informasjon om både modellen og de forutsetningene som er benyttet. Det bør gis god informasjon om forventet fremtidig markedsleie

og det markedssyn foretaket har lagt til grunn. Benyttede diskonteringsrenter kan gis gruppevis for lignende type eiendom.

Konklusjonen i rapporten er at verdsettelse av investeringseiendom i Norge er utfordrende, blant annet fordi markedet er lite likvid og lite transparent. Det er også mangel på veiledning til verdsettelse av investeringseiendom og aktørene har en lite ensartet praksis. Finanstilsynet mener at aktørene bør utarbeide interne rutiner og metodiske tilnærminger som gjør at verdiene fastsettes på en mer konsistent og etterprøvbar måte (Finanstilsynet 2010).

#### *4.2.2 Andre tilbakemeldinger om investeringseiendom*

Finanstilsynet har i tillegg til rapporten gjennomgått regnskapet til flere selskaper som har investeringseiendom, og kommet med tilbakemeldinger på hva som ikke anses å være godt nok. Ved gjennomgangen av Olav Thon Eiendomsselskap sitt årsregnskap for 2010 hadde de flere tilbakemeldinger i forhold til noteinformasjonen. Jeg tolker tilbakemeldingene slik at den informasjonen de savner, er informasjon Finanstilsynet mener må gis for å kunne tilfredsstille kravene i IAS 40, og at det derfor også vil gjelde for andre selskaper. Jeg gjengir derfor hovedtrekkene i tilbakemeldingene de fikk.

Det første Finanstilsynet (2011a) etterlyser er opplysninger om hvordan avvik mellom eksterne og interne verdsettelse blir behandlet. For at brukerne av regnskapet blant annet skal kunne vurdere påliteligheten av verdsettelsen, er det viktig at slik informasjon blir gitt.

De påpeker også at ved bruk av kontantstrømmodellen må det fremkomme hvordan den er bygget opp, herunder lengde på prognoseperiode, hvordan sluttverdien fastsettes og hvilken vekstfaktor som er benyttet. Hvordan selskapet fastsetter fremtidig markedsleie og avkastningskrav må det også opplyses om. I forhold til avkastningskravet etterlyser de informasjon om nivåer på de variablene som påvirker avkastningskravene og benyttet avkastningskrav for hvert eiendomssegment (Finanstilsynet 2011a).

I årsregnskapet til Olav Thon Eiendomsselskap er det gitt sensitivitetsopplysninger knyttet til avkastningskravet. Finanstilsynet skriver at det også vil være andre faktorer som kan være nyttig for en bruker av regnskapet, for eksempel sensitiviteten til markedsleie og ledighet (Finanstilsynet 2011a).

### **4.3 EPRA**

EPRA (European Public Real Estate Association) har utgitt «best practices recommendations (BPR)», som er en veiledning/anbefaling for eiendomsselskaper. Bakgrunnen for anbefalingene var å gi eiendomsselskaper veiledning til hvordan de skulle tolke og anvende IFRS standarden konsekvent på tvers av Europa. Nå som IFRS er rimelig etablert i Europa, er fokuset til BPR på de områdene som er mest relevante for investorer og de områdene der konsekvent rapportering vil gi bedre åpenhet i sektoren (EPRA 2011).

EPRA's BPR er ikke en del av IFRS, og det er således ikke et krav om å følge anbefalingene. Det er imidlertid en fordel at selskapene følger anbefalingene, siden hensikten er å gi investorene tilstrekkelig informasjon og skape mer åpenhet i eiendomssektoren for hele Europa. Anbefalingene er i utgangspunktet utarbeidet for eiendomsselskaper. Mye av informasjonen vil imidlertid være beslutningsnyttig informasjon for investorer og andre brukere av regnskapet for alle typer selskaper som har investeringseiendom ført til virkelig verdi. Informasjonen vil også være med på å gjøre beregningene som er gjort av ledelsen mer pålitelige, siden det er forhold som gjerne inngår i estimatene for den virkelige verdien. Noen av punktene i BPR er derfor informasjonen jeg mener bør gis av alle typer selskaper – og ikke bare eiendomsselskaper.

Det som i hovedsak anbefales av EPRA's BPR er å oppgi diverse nøkkeltall, gi flere opplysninger i forbindelse med den eksterne verdsettelsen og gi en del informasjon om de største investeringseiendommene, både de som er ferdigstilte og de som er under utvikling. Nøkkeltallene anses å være av avgjørende betydning for investorer og er med på å gjøre opplysningene mer konsekvente (EPRA 2011). For mer informasjon om nøkkeltallene og hvordan de beregnes, se vedlegg 5.



I vedlegg 2 har jeg laget en oversikt over de kravene som følger av EPRA's BPR. Nøkkeltallene vil i hovedsak bare være aktuelt for eiendomsselskapene. Informasjon om eiendommene som areal, ledighet, leie per kvadratmeter, leieavtalenes utløpsprofil og største leietakere på et segmentert nivå, er informasjon som er nyttig for brukerne av regnskapet – uavhengig av om selskapet er et eiendomsselskap eller ikke. Også ytterligere opplysninger i forbindelse med den eksterne verdsettelsen er informasjon som er av nytte for brukerne til alle selskaper. Jeg mener derfor at punkt 14 og 15 i vedlegg 2 er informasjon som bør gis av alle selskaper, og ikke bare eiendomsselskapene.

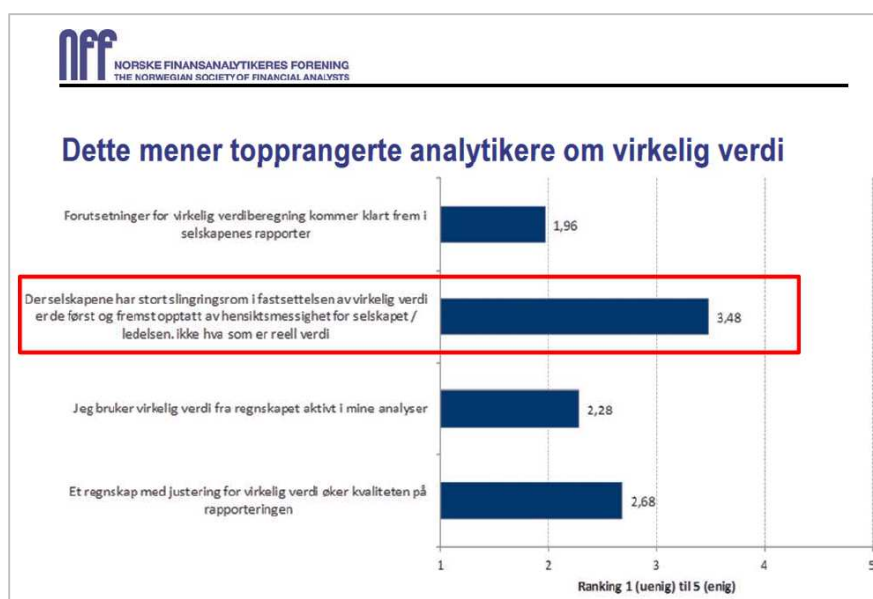
Opplysningene som det oppfordres til å gi, trenger ikke være en del av selve regnskapet, men kan fremkomme andre steder i årsrapporten til selskapet. Revisor trenger derfor ikke å revidere tallene, men bør kontrollere at de er i overensstemmelse med regnskapet (EPRA 2011). Informasjonen som jeg ovenfor skrev at alle typer selskaper bør gi, er informasjon jeg mener ideelt sett bør gis i note. Dette siden det er forhold som gjerne inngår i beregningen av den virkelige verdien, og sånn sett også kan anses for å være en del av opplysningene som skal gis i henhold til IAS 40.

Deloitte (2012) har på vegne av EPRA gjort en undersøkelse av 85 årsrapporter fra ledende børsnoterte eiendomsselskaper i Europa, for å vurdere om de følger anbefalingene som er utgitt av EPRA. Formålet med undersøkelsen er å fremme bevissthet om BPR og å oppmuntre selskaper til å anerkjenne og fremme verdien i konsistens og åpenhet i den finansielle rapporteringen. Det blir gitt ut gull-, sølv- og bronse-medaljer til de beste selskapene, og for 2011/2012 var det 33 selskaper som fikk medalje. 74 % av selskapene som var med i undersøkelsen har inkludert minst ett av nøkkeltallene som er anbefalt av EPRA i årsrapporten. Dette utgjorde en økning på 11 % i forhold til forrige år. Norwegian Property er det eneste norske selskapet som er med i undersøkelsen. I en oversikt over gjennomsnittlig score for alle landene (14 land er med i undersøkelsen), kommer Norge 4. dårligst ut med en score på 30 %. Den har ligget stabil der de siste tre årene. Finland og Belgia kom best ut i 2011/2012 med en gjennomsnittlig score på 60 % (Deloitte 2012).

#### 4.4 Analytikers vurderinger

For å kunne vurdere hvilken informasjon selskapene bør oppgi i notene, kan det også være interessant å se på hvordan analytikere vurderer informasjonen som blir gitt, og i hvilken grad de benytter den virkelige verdien i sine analyser. Norske finansanalytikers forening har en komité for finansiell informasjon (KFI), som hvert år utgir en uttalelse. KFI har som formål å forbedre kvaliteten av den finansielle informasjonen som blir gitt av selskapene, og består i 2012 av 10 relativt tunge brukere av finansiell informasjon (NFF 2012). De tar for seg ulike temaer hvert år, og investeringseiendom samt eiendeler til virkelig verdi er et tema som går igjen.

I uttalelsen fra 2012 var et av temaene eiendeler som blir målt til virkelig verdi, og om regnskapskvaliteten anses å være bedre etter innføringen av virkelig verdi. KFI har gjort en spørreundersøkelse vedrørende dette. De har tatt utgangspunkt i Kapitals årlige rangering av norske analytikere, og spurt de tre høyest rangerte analytikerne innenfor hver kategori. Basert på spørreundersøkelsen virker det som at analytikerne anser virkelig verdi for heller å ha svekket regnskapskvaliteten enn styrket den. De uttrykker at virkelig verdi estimater i liten grad blir benyttet i deres analyser og at forutsetningene som er benyttet i estimatene anses uklare. Analytikerne antar at den virkelige verdien i regnskapet uttrykker mer hva som er hensiktsmessig for selskapet enn hva som faktisk er beste estimat (NFF 2012). Resultatet av spørreundersøkelsen vises under:



I uttalelsen skriver de også at tilliten til de virkelige verdiene varierer ut i fra hvordan de har blitt beregnet. Det er en utstrakt skepsis til estimater som er basert på neddiskonterte kontantstrømmer, da det er et stort slingsrom i forhold til hvilke forutsetninger som blir benyttet og sluttresultatet. Informasjonsverdien anses å være nøytral+ for de eiendeler hvor man kan gi gode estimater av salgsverdier, som blant annet investeringseiendom, skip og fisk (NFF 2012).



Verdsettelse av investeringseiendom er også et tema i uttalelsen fra 2009. I denne uttalelsen er fokuset på hvilke opplysninger de ønsker å få opplyst i forbindelse med verdsettelsen. De har også sett på regnskapene til noen selskaper, og gitt en oppsummering av hva slags informasjon som gis av selskapene. De påpeker at når det benyttes neddiskonterte kontantstrømmer bør det opplyses om prognosemetoder for inntekter og kostnader, samt metoden for fastsettelse av risikopremien i avkastningskravet. De ønsker også at det skal opplyses om avvik mellom interne og eksterne verddivurderinger (NFF 2009).

KFI har sett på regnskapene til Norwegian Property, Olav Thon Eiendomsselskap, Storebrand og DNB. I deres gjennomgang av noteopplysningene påpeker de at opplysninger om prognosemetoder er relativt fraværende og at det ikke gis opplysninger om hvorvidt eller i hvilken grad de eksterne verddivurderingene stemmer overens med de interne vurderingene. Det er også gitt upresise og til dels manglende informasjon om hvorvidt verddivurderingene er underbygget av observerbare transaksjoner (NFF 2009).

#### **4.5 Oppsummering**

Verdsettelse av investeringseiendom til virkelig verdi gjøres som nevnt ved bruk av en stor andel estimer og skjønnsmessige vurderinger, og det er da nødvendig med god informasjon knyttet til disse estimatene for at verdien skal kunne anses å være pålitelig. I henhold til IAS 40.75d kreves det at det opplyses om «*de metodene og betydelige forutsetningene som er benyttet ved fastsettelsen av den virkelige verdien av investeringseiendom(...)*» (DnR 2011, s. 556). Kravet kan anses å være noe uklart. Hvor mye informasjon som skal gis, hvor detaljert informasjonen skal være og lignende, sier den ingenting om.

Jeg har i dette kapitlet forsøkt å få et klarere bilde av hva som er nødvendig av informasjon for å tilfredsstille kravet i IAS 40, samt hva slags informasjon brukerne har behov for. Finanstilsynet har i sin rapport og tilbakemelding til Olav Thon Eiendomsselskap gitt uttrykk for hva de mener må gis av informasjon i forhold til IAS 40. I tillegg har jeg sett på hva slags oppfatning analytikere har om den informasjonen som blir gitt og hva slags informasjon de savner.

Som jeg nevnte i avsnitt 4.2.1, er Finanstilsynet sin oppfatning at det ikke er tilstrekkelig å bare gi en generell omtale av hvilke faktorer som er tatt hensyn til ved verdsettelsen for å oppfylle kravet i IAS 40.75d. Det må gis konkret informasjon om både modellen og forutsetningene (Finanstilsynet 2010).

Analytikere har som nevnt i avsnitt 4.4 gitt uttrykk for at de i liten grad benytter virkelig verdi estimer i sine analyser, noe som kanskje har sammenheng med at forutsetningene som benyttes anses uklare. KFI etterlyser mer informasjon om prognosemetoder for inntekter og kostnader, samt metoden for å fastsette risikopremien i avkastningskravet (NFF 2009).

Informasjonen analytikerne etterlyser, er informasjon jeg mener selskapene må gi for å oppfylle notekravet i IAS 40. Finanstilsynet synes også å være av den samme oppfatning. Det som generelt savnes er mer konkret informasjon om metoder og forutsetninger. Det kan altså sies å være samsvar mellom den informasjonen analytikerne ønsker, notekravene i IAS 40 og uttalelsene Finanstilsynet har gjort.

I vedlegg 1 har jeg laget en oversikt over opplysninger jeg mener må gis av selskapene for å kunne tilfredsstille notekravene etter IFRS. Jeg har tatt utgangspunkt i kravene i IAS 40, og deretter supplert med det som er nevnt i dette kapitlet. Vedlegg 2 oppsummerer opplysningene EPRA anbefaler at gis. Anbefalingene fra EPRA er i utgangspunktet utarbeidet for eiendomsselskaper, men noen av punktene kan også være aktuelle for andre typer selskaper, som nevnt i avsnitt 4.3.

## ***5. Populasjon og utvalg***

### ***5.1 Populasjonen***

På bakgrunn av problemstillingen min vil populasjonen være alle norske børsnoterte selskaper som har investeringseiendom i balansen ført til virkelig verdi. Det kan diskuteres om jeg da bare skal se på selskaper som har aksjer notert i Norge, eller om jeg også skal se på selskaper som har noterte obligasjoner, og som dermed er forpliktet til å sette opp regnskapet i samsvar med IFRS. Jeg har valgt å inkludere selskaper som har noterte obligasjoner, og som jeg vet har investeringseiendom til virkelig verdi i balansen. Jeg har imidlertid ikke tatt med alle selskaper som har noterte obligasjoner i populasjonen.

Jeg har gjennomgått samtlige selskaper som har aksjer notert på Oslo Børs og Oslo Axess per 31.12.12 (Oslo Børs 2012). Dette utgjorde 204 selskaper. Av disse selskapene var det 10 som hadde investeringseiendom i balansen. To av selskapene (Borgestad og Schibsted) fører investeringseiendom etter kostmetoden, og er derfor ikke en del av populasjonen.

I tillegg har jeg inkludert tre selskaper som har obligasjoner notert på Oslo Børs og som fører investeringseiendom til virkelig verdi i balansen. Disse selskapene er KLP, Steen & Strøm og Entra Eiendom.

### ***5.2 Utvalget***

Populasjonen består altså av 11 selskaper. En oversikt over selskapene finnes i vedlegg 3. Ved å se på populasjonen, ser man at det hovedsakelig er to typer selskaper som har investeringseiendom – rene eiendomsselskaper og forsikringsselskaper. To av selskapene i populasjonen er beløpsmessig ubetydelige i forhold til de andre selskapene, og jeg har derfor valgt å trekke disse ut fra utvalget. Dette gjelder RomReal og Storm Real Estate.

De selskapene jeg da står igjen med i mitt utvalg er:

- Entra Eiendom
- Tribona (tidligere Northern Logistic Property)
- Norwegian Property

- Olav Thon Eiendomsselskap
- Steen & Strøm
- DNB
- Gjensidige Forsikring
- KLP
- Storebrand

De fem første selskapene er eiendomsselskaper, der investeringseiendom utgjør mer enn 85 % av balansesummen (se vedlegg 3). De fire siste omtaler jeg (for enkelhets skyld) som forsikringsselskaper. Dette grunnet i at investerings-eiendommene som fremkommer av Storebrands konsernregnskap er eiet av Storebrand Livsforsikring, og DNB Livsforsikring eier mesteparten av investeringseiendommene som fremkommer av konsernregnskapet til DNB. Investeringseiendom utgjør bare 1-10 % av balansesummen til forsikrings-selskapene, men de utgjør imidlertid betydelige beløp.

Selv om investeringseiendommene utgjør en såpass liten andel av balansesummen til forsikringsselskapene, ønsker jeg å inkludere de i mitt utvalg. Dette fordi det er interessant å se om det er store forskjeller mellom noteinformasjonen som blir gitt av forsikringsselskapene sett opp mot eiendomsselskapene.

I tillegg til de norske selskapene, ønsker jeg å se på noen utenlandske selskaper for å kunne sammenligne informasjonen som blir gitt. Jeg har valgt å trekke ut tre britiske selskaper, fordi jeg har en antakelse om at store britiske eiendomsselskap er flinke til å gi informasjon i regnskapet, og at de derfor vil sette en viss standard for hva som er god informasjon.

For å finne disse tre britiske selskapene har jeg sett på en oversikt over eiendomsselskaper som er inkludert i en undersøkelse utført av Ernst & Young (2012). Undersøkelsen ser på ulike regnskapspolicyer og noteinformasjon etter IFRS som er avgitt av eiendomsselskaper i 18 forskjellige land og 37 forskjellige eiendomsselskaper. Det var fem britiske selskaper med i undersøkelsen, og tre av dem hadde avsluttende regnskapsår 31. desember. Jeg bestemte meg for å velge disse tre selskapene fordi jeg da ville få tilgang til regnskapet for 2012. De tre

selskapene jeg har valgt er: Hammerson PLC, Derwent London PLC og Segro PLC.

Underveis i oppgaveskrivingen kom jeg over et svensk selskap, Castellum AB, som ga svært god noteinformasjon knyttet til investeringseiendom. Selskapet ble dratt frem som et eksempel på hvor omfattende noteinformasjon som kan gis knyttet til investeringseiendom, i en bok av Bonham et al. (2011). Jeg har derfor også sett på årsrapportene til dette selskapet, og brukt noteinformasjonen til selskapet som et eksempel på hva jeg anser å være god noteinformasjon i avsnitt 6.6.

### ***5.3 Kort om selskapene i utvalget***

Entra Eiendom eies av staten ved Nærings- og handelsdepartementet, og har som hovedformål å tilby lokaler for å dekke statlige behov og å drive ut i fra forretningsmessige prinsipper. Entra driver både med utleie, forvaltning, drift og utvikling, i tillegg til kjøp og salg av fast eiendom. Konsernet har både offentlige og private kunder. Offentlige leietakere utgjør imidlertid 81 % av konsernets kunder. Hovedkontoret er lokalisert i Oslo. Porteføljen deres består av cirka 1,2 millioner kvadratmeter (Entra 2013).

#### *Tribona/Northern Logistic Property*

Northern Logistic Property startet opp i 2006, og ble notert på Oslo Børs i 2007 (Tribona 2013a). I februar 2013 skiftet selskapet navn til Tribona, og i mai 2013 ble selskapet overført til NASDAQ OMX Stockholm (Tribona 2013b). Selskapet eier, forvalter og utvikler moderne, strategisk plasserte lager- og logistikkeiendommer hovedsakelig i Sverige (har en eiendom i Danmark). Porteføljen består av 700 000 kvadratmeter. Leietakerne består hovedsakelig av selskaper innenfor detaljhandel og logistikk selskaper, der den største leietakeren er ICA. Hovedkontoret til selskapet er lokalisert på Lund i Sverige (Tribona 2013a).

Norwegian Property ble etablert i 2006 og eier, utvikler og forvalter næringseiendom. Eiendommene består hovedsakelig av kontorlokaler med



tilhørende lager og parkeringsarealer, samt butikk- og serveringssteder. De er lokalisert i Oslo, Bærum, på Gardermoen og i Stavanger (NPRO 2013).

Olav Thon Eiendomsselskap ble stiftet i 1982 og ble notert på Oslo Børs i 1983. Selskapet har som strategi å erverve, utvikle og eie eiendommer med sentral beliggenhet. Porteføljen består av 1,4 millioner kvadratmeter lokalisert i Norge, der 79 % er kjøpesentereiendom og 21 % næringseiendom, målt etter leienivå (OTE 2013).

Steen & Strøm har ansvaret for drift av 42 kjøpesentre i Scandinavia, og er heller eller deleier i 29 av disse. 16 i Norge, 10 i Sverige og 3 i Danmark. Klepierre eier 56,1 % av Steen & Strøm konsernet, og er Europas nest største kjøpesenterselskap (Steen & Strøm 2013).

DNB er Norges største finanskonsern målt etter markedsverdi, og har som formål å drive bank-, forsikrings- og finansieringsvirksomhet, samt tilknyttet virksomhet. Selskapet er delt inn i fire forretningsområder: Retail Norge, Storkunder og internasjonal, DNB Markets og Forsikring, og Kapitalforvaltning. DNB Livsforsikring inngår i det sistnevnte forretningsområdet, og eier mesteparten av DNBs investeringseiendommer. Eiendommene består både av kontorbygg, kjøpesentre og hoteller, og er lokalisert i Norge, Sverige og England (DNB 2013).

Gjensidige forsikring er et ledende nordisk forsikringsselskap som tilbyr forsikringer i Norge, Sverige, Danmark og de baltiske landene, både til privatpersoner og til næringslivet. De tilbyr også banktjenester, pensjon- og spareprodukt til kundene i Norge. Direkte eiendomsinvesteringer blir gjort gjennom deres heleide datterselskap Oslo Areal. Investeringseiendommene omfatter i hovedsak kontoreiendom og er lokalisert i Oslo og omegn, Drammen, Fredrikstad og Stavanger. I tillegg har de en investeringseiendom i Danmark (Gjensidige 2013).

KLP er Norges største livsforsikringsselskap og leverer tjenester til offentlig sektor, virksomheter med tilknytting til denne og deres ansatte. Forvaltning og utvikling av KLPs eiendommer gjøres gjennom KLP Eiendom, som er et heleid datterselskap og er en av landets største eiendomsforvaltere. Eiendomsporteføljen

består av 1,7 millioner kvadratmeter både i Norge (77 %), Sverige og Danmark. Kontorbygg utgjør 62 % av porteføljen, men de har også noe hotell, kjøpesenter og anlegg. KLP Eiendom har fokus på energi og miljø, og har som mål å bygge miljøvennlige kontorbygg for fremtiden (KLP 2013).

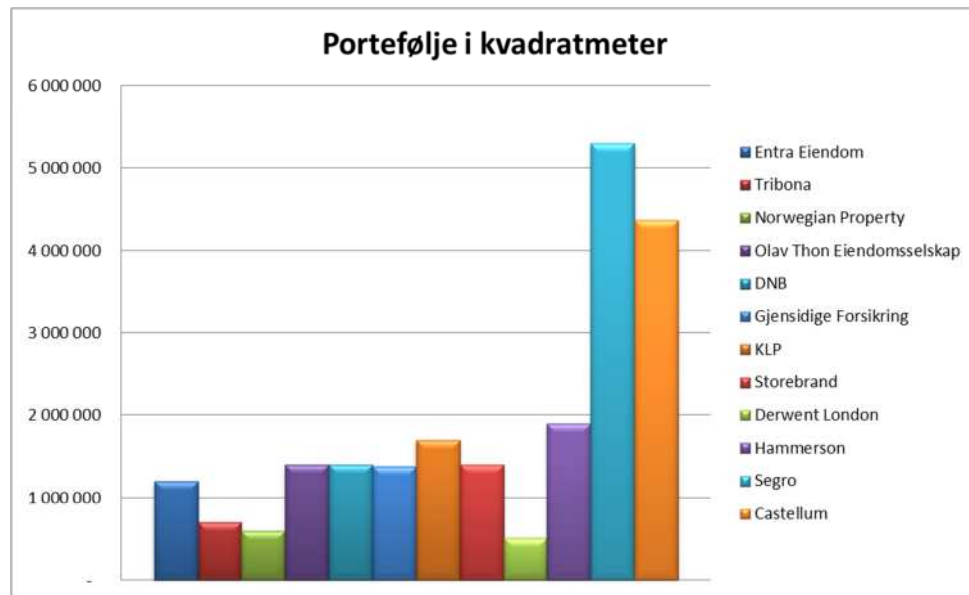
Storebrand konsernet er Nordens ledende tilbyder av livsforsikring og pensjon, og består av forretningsområdene liv og pensjon, kapitalforvaltning, bank og forsikring. Under kapitalforvaltningsvirksomheten har de Storebrand Eiendom AS som er et av Norges største eiendomsselskap. Storebrand Eiendom er et heleid datterselskap av Storebrand Livsforsikring AS. Eiendomsporteføljen utgjør nesten 1,4 millioner kvadratmeter, og består hovedsakelig av kontoreiendom og kjøpesentre (mesteparten i Norge, men har også noe eiendom i Sverige) (Storebrand 2013).

Hammerson har som visjon å bli den beste eier-leder og utvikler av detaljhandel eiendom innenfor Europa. Eiendommene er hovedsakelig lokalisert i England og Frankrike, og består av kjøpesenter, utendørs shoppingareal og outlet butikklokaler. Porteføljen består av til sammen 1,9 millioner kvadratmeter. De besluttet i 2012 å bli et rent detaljhandel eiendomsselskap, og har derfor solgt unna kontoreiendommer som de hadde (Hammerson 2013).

Derwent London er det største London-fokuserte eiendomsfondet. Porteføljen består hovedsakelig av kontoreiendommer, og er på 506 000 kvadratmeter. 97 % av eiendommene er lokalisert i London, mens de resterende 3 % er lokalisert i Skottland (Derwent London 2013).

Segro eier, forvalter og utvikler moderne lager, industri og data senter eiendommer. Porteføljen består av 5,3 millioner kvadratmeter, og er lokalisert på sentrale områder i Vest-Europa (Segro 2013).

Castellum har som forretningsidé å utvikle og tilføre verdi til sin eiendomsportefølje. Eiendomsporteføljen er lokalisert på fem vekst regioner i Sverige, og består av lokaler for kontor, butikk, lager, logistikk og industri. Leieareal utgjør 3,6 millioner kvadratmeter, og i tillegg eier de 770 000 kvadratmeter med ubenyttede bygningsrettigheter (Castellum 2013).



Figur 1: Eiendomsportefølje i kvadratmeter for utvalget

For å få et lite overblikk over hvor stor porteføljen til de ulike selskapene er, har jeg laget en oversikt over hvor mange kvadratmeter de ulike selskapene har i porteføljen. Steen & Strøm er imidlertid ikke med i oversikten, da jeg ikke klarte å finne informasjon om porteføljens størrelse.

## **6. Analyse**

### **6.1 Hvordan analysen er gjennomført**

Som nevnt i kapittel 2, er det to spørsmål som må besvares i forbindelse med problemstillingen. Det første er hva som anses som tilstrekkelig noteinformasjon. Altså hva slags informasjon brukerne har behov for i forbindelse med investeringseiendom bokført til virkelig verdi. Dette har jeg forsøkt å belyse i kapittel 4, og har ut i fra drøftelsen utarbeidet vedlegg 1. Vedlegget er en oversikt over hva som kreves etter IFRS, samt spesifikasjoner av kravene i samsvar med drøftelsen. I tillegg laget jeg en oversikt over anbefalingene som følger av EPRA's «best practices recommendations» i vedlegg 2.

Det andre spørsmålet for å kunne svare på problemstillingen er hvilken informasjon som faktisk blir gitt av selskapene. For å kunne svare på dette har jeg tatt utgangspunkt i vedlegg 1 og 2, som da representerer den informasjonen jeg mener brukerne har behov for. Jeg har gjennomgått årsrapportene for 2010, 2011 og 2012 til selskapene i utvalget, og sett informasjonen i årsrapportene opp mot vedleggene. Kravene i IAS 40 er knyttet til noteinformasjon, og jeg har derfor bare sett på selve notene i forbindelse med punktene i vedlegg 1.

Anbefalingene til EPRA er det som nevnt ikke krav om at skal oppgis i notene. Jeg har derfor sett på hele årsrapporten til eiendomsselskapene i forbindelse med punktene i vedlegg 2. Som jeg nevnte i avsnitt 4.3 er noen av anbefalingene informasjon jeg mener bør gis av alle selskaper og ikke bare eiendomsselskapene. Det er imidlertid ikke naturlig at forsikringsselskapene gir mye informasjon knyttet til eiendommene i andre deler av årsrapporten enn notene, så for de selskapene har jeg bare forholdt meg til noteinformasjonen. Det skal sies at mange av årsrapportene er på godt over 100 sider, så hele årsrapporten er ikke finlest. Jeg må derfor ta forbehold om at noe kan ha blitt oversett.

Utvalget består som nevnt av to forskjellige typer selskaper – eiendomsselskaper og forsikringsselskaper. Det kan derfor være litt interessant å se på forskjellene mellom disse selskapene, både når det gjelder noteinformasjonen og selve verdivurderingen. En antagelse er at forsikringsselskapene er mer forsiktige med å justere den virkelige verdien på investeringseiendommene enn det eiendoms-

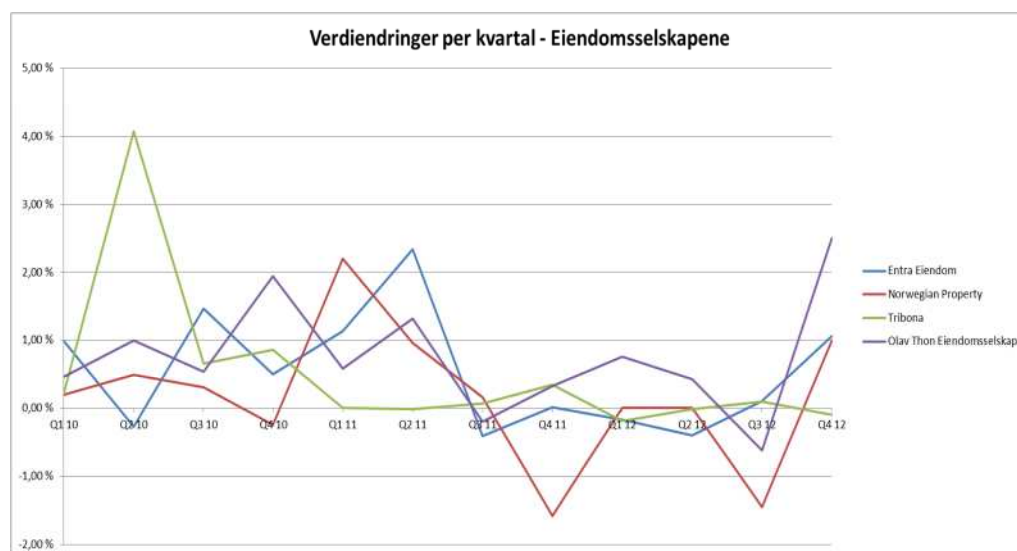
selskapene er. For å få litt innsikt i ulikhetene mellom eiendomsselskapene og forsikringsselskapene har jeg derfor sett på verdiendringene per kvartal for de ulike selskapene i avsnitt 6.2.

### ***6.2 Endringer i virkelig verdi per kvartal – eiendomsselskapene vs. forsikringsselskaper***

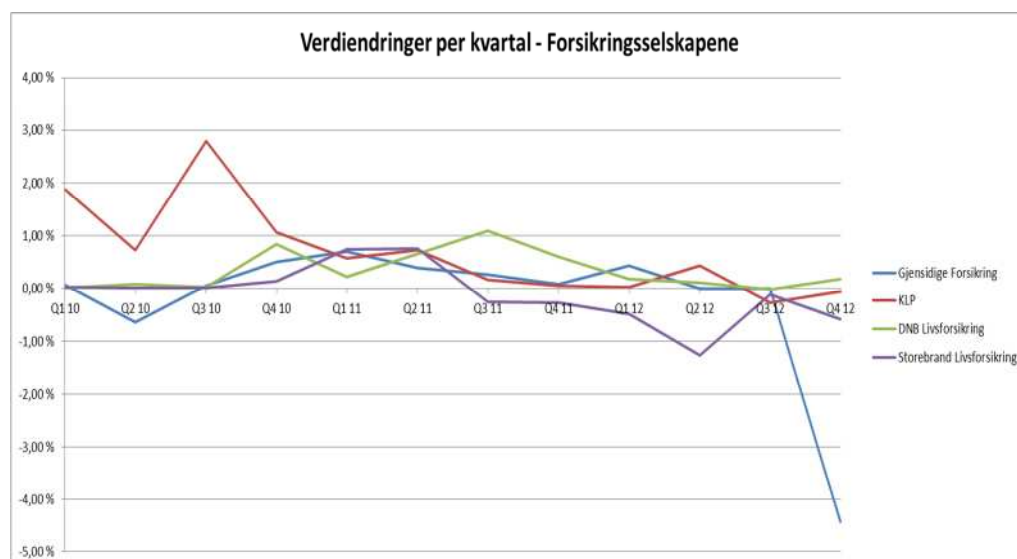
Ved store svingninger i den virkelige verdien er det også viktig med god noteinformasjon. Dette for at brukerne skal få en forståelse for hva som er bakgrunnen for endringene. Verdiendringen kan skyldes mange forhold, for eksempel endring i makroøkonomiske forhold som rente eller inflasjon, at forventet markedsleie har steget eller sunket, at selskapet har gjort endringer i modellen eller lignende.

Det som skiller forsikringsselskapene fra eiendomsselskapene, er at forsikringsselskapene må forholde seg til kapitalkrav. Store endringer i virkelig verdi på investeringseiendommene kan derfor være med å påvirke om forsikringsselskapene klarer å oppfylle kapitalkravet. Jeg synes derfor det kunne være interessant å se om det er store forskjeller på verdiendringene i forsikringsselskapene sett opp mot eiendomsselskapene. Det kan tenkes at forsikringsselskapene er mindre villige til å gjøre en negativ verdiendring av investeringseiendommene enn eiendomsselskapene.

For å se på dette har jeg gått igjennom kvartalsrapportene for de siste 12 kvartalene (første kvartal 2010 til fjerde kvartal 2012). Steen & Strøm har ikke gitt ut kvartalsrapporter, så de er derfor ikke med i analysen. På DNB og Storebrand har jeg sett på forsikringskonsernet, altså DNB Livsforsikring og Storebrand Livsforsikring. For noen av selskapene var det utfordrende å finne tallmaterialet for alle kvartalene, og det var derfor nødvendig med enkelte forutsetninger. Se vedlegg 4 for grunnlaget for analysen samt hvilke forutsetninger som er gjort.



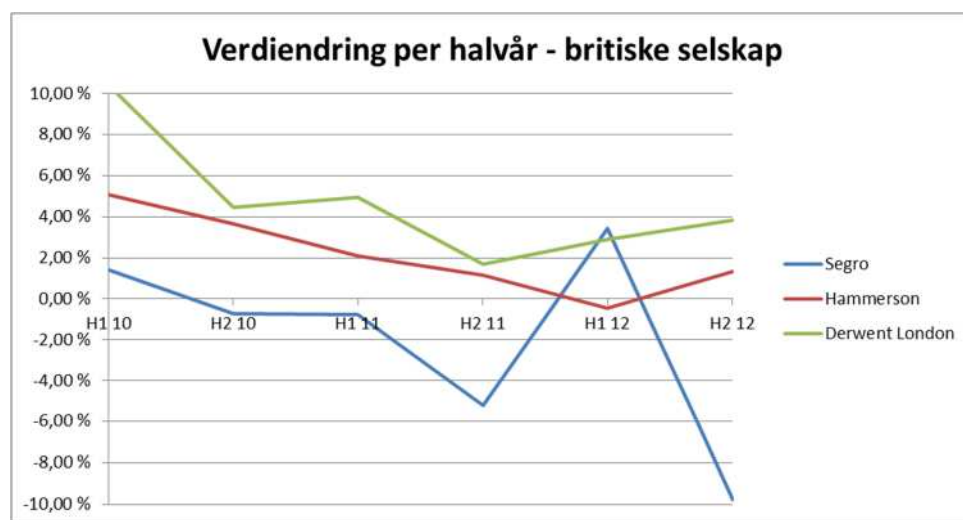
Figur 2: Verdiendring per kvartal – Eiendomsselskapene



Figur 3: Verdiendring per kvartal - Forsikringsselskapene

Som man kan se i figurene, har eiendomsselskapene større svingninger fra kvartal til kvartal enn forsikringsselskapene. Verdiendringene til forsikringsselskapene ligger relativt jevnt i den perioden jeg har sett på. Det kan altså se ut som at forsikringsselskapene er mer forsiktige med å endre den virkelige verdien på investeringseiendommene enn det eiendomsselskapene er.

Det er også interessant å se at det ikke er samvariasjon i endringene til eiendomsselskapene. Når eiendommene til Tribona stiger i verdi, synker verdien på eiendommene til Entra og omvendt. Man ville kanskje ha forventet at det var en viss samvariasjon mellom selskapene, men det ser ikke slik ut i figuren.



Figur 4: Verdiendring per halvår – britiske selskap

Jeg har også laget en oversikt over verdiendringene på de britiske selskapene, for å kunne se om det var store forskjeller i forhold til de norske selskapene. De britiske selskapene har imidlertid ikke gitt ut fullstendige kvartalsrapporter, så det var bare mulig å finne tallmaterialet per halvår. De britiske selskapene har ganske store endringer sammenlignet med de norske selskapene. Det kan også se ut som det er noe mer samvariasjon mellom de britiske selskapene.

### 6.3 Opplysninger om verdsettelsesmetode og forutsetninger

Som tidligere nevnt har brukerne av regnskapet behov for opplysninger knyttet til verdsettelsesmetode og de forutsetninger som er benyttet. Dette krever også standarden at det skal gis opplysninger om, jf. IAS 40.75d. I de følgende avsnittene gis en oppsummering over hvilke opplysninger selskapene i utvalget har gitt for de tre årene 2010, 2011 og 2012.

#### 6.3.1 Verdsettelsesmetode

De norske selskapene bruker i hovedsak neddiskonterte kontantstrømmer for å verdsette investeringseiendommene. De eneste unntakene er Olav Thon Eiendomsselskap (OTE) som de to siste årene har benyttet yield-metoden, og Storebrand som benytter yield-metoden for å verdsette kjøpesentrene (men DCF for de andre eiendommene). Yield-metoden er imidlertid bare en forenkling av DCF, som nevnt i avsnitt 3.3.3. Hvilken metode de britiske selskapene har benyttet er vanskelig å si, da ingen av dem har gitt noe informasjon om

verdsettelsesmetoden. Om de benytter neddiskonterte kontantstrømmer eller om de kan basere seg mer på sammenlignbare transaksjoner er derfor usikkert.

Hvor omfattende opplysninger de norske selskapene har gitt om verdsettelsesmetoden er veldig varierende. Flere av selskapene benytter en svært generell beskrivelse, der de egentlig bare skriver at verdsettelsen er gjort ved neddiskontering av en estimert kontantstrøm med et individuelt avkastningskrav, og deretter hvilke forutsetninger som ligger til grunn. Dette gir brukeren svært lite informasjon. Det selskapet som må sies å ha gitt dårligst informasjon er Steen & Strøm, som i noten for investeringseiendom skriver at «*The model is based on budget cash flows and long term predictions based on expected inflation and market developments*» (Steen & Strøm 2013, s. 36). Omtalen er så generell at de nesten like godt kunne ha latt være å skrive noe som helst.

Selv om så å si alle selskapene benytter neddiskonterte kontantstrømmer, finnes det mange variasjoner innenfor metoden. Det kan imidlertid være vanskelig å se forskjellene når metoden blir omtalt på en så overfladisk måte. En forskjell er at selskapene kan bruke ulik lengde på prognoseperioden. Det er bare tre selskaper som opplyser hvor lang prognoseperiode de benytter, og det er Storebrand, Gjensidige og KLP. De to første benytter 10 år, mens KLP benytter 20 år. Gjensidige har imidlertid bare gitt opplysningen i 2011, og ikke de to andre årene.

Hvordan terminalverdien fastsettes er en annen ting som kan variere. Jeg vil tro at de fleste benytter Gordons vekstformel for beregning av terminalverdien, men ingen av selskapene gir noe informasjon om hvordan terminalverdien er fastsatt. Alle selskapene, med unntak av Steen & Strøm og OTE (som benytter yieldmetoden), opplyser imidlertid at de beregner en terminalverdi.

En annen variasjon innenfor modellen er at noen av selskapene benytter forskjellige diskonteringsrenter for kontantstrømmer innenfor og utenfor kontraktsperioden. Dette for å kompensere for usikkerheten som oppstår når de går fra sikre til usikre kontantstrømmer. Selskapene som har opplyst at de gjør det er Entra Eiendom, Storebrand, Norwegian Property (NPRO), Tribona og DNB. De tre siste selskapene har bare opplyst dette i ett av de tre årene.



Som eksempel på de selskapene som har gitt mest utfyllende opplysninger om verdsettelsesmetoden, har jeg under tatt med utdrag fra notene til Storebrand og Gjensidige Forsikring. De to selskapene gir en relativt god beskrivelse av hvordan modellen er bygget opp.

#### Storebrand:

«Ved beregning av virkelig verdi i Storebrand benyttes en intern kontantstrømmodell. Netto kontantstrømmer for den enkelte eiendom diskonteres med et individuelt avkastningskrav. For kontoreiendommene er det estimert et fremtidig inntekts- og kostnadsbilde for de første 10 år, og beregnet en sluttverdi ved utløpet av det 10. året på basis av markedsleie og normal driftskostnad for eiendommen. I netto inntektsstrøm er det tatt hensyn til eksisterende og fremtidig inntektstap som følge av ledighet, nødvendige investeringer og en vurdering av fremtidig utvikling i markedsleien. Storebrand har en gjennomsnittlig utleiegrad på kontoreiendomsporteføljen på 92-99 prosent. De fleste kontrakter har en løpetid på fem eller ti år. Kontantstrømmene fra disse leieavtalene (kontraktsleie) inngår i verdiberegningene. For å estimere de langsiktige fremtidige ikke-kontraktsfastsatte leieinntektene er det utviklet en prognosemodell. Modellen ser hen til historiske observasjoner i Dagens Næringslivs eiendomsindeks (justert med KPI), samt markedsestimater. Det beregnes et langsiktig, tidsvektet gjennomsnitt av de årlige observasjonene hvor de eldste observasjonene vektet med lavest vekt. For ikke-kontraktsfastsatt leie i det korte perspektiv sees det hen til dagens leiepriser og markedsforhold» (Storebrand 2013, s. 128).

#### Gjensidige Forsikring:

«Konsernets verdsettelsesmodell verdsetter hver eiendom for seg selv. Verdivurderingsmodellen er en halvårlig etterskuddsvis kontantstrømsmodell. De viktigste faktorer i verdivurderingsmodellen er avkastningskrav, leieinntekter (kontraktsleie og markedsleie), eierkostnader, leietakertilpasninger og prosjektinvesteringer. Metoden kartlegger alle inntekter og utgifter i en gitt investeringshorisont (som hovedregel 10 år) slik at netto kontantstrøm fremkommer for eiendommen pr år. Deretter beregnes nåverdien av denne kontantstrømmen basert på et realavkastningskrav pluss forventet inflasjon. Nåverdien av denne kontantstrømmen samt nåverdien av restverdien utgjør kontantstrømsverdien av eiendommen, og dette anses å være eiendommens markedsverdi» (Gjensidige 2012, s. 104).

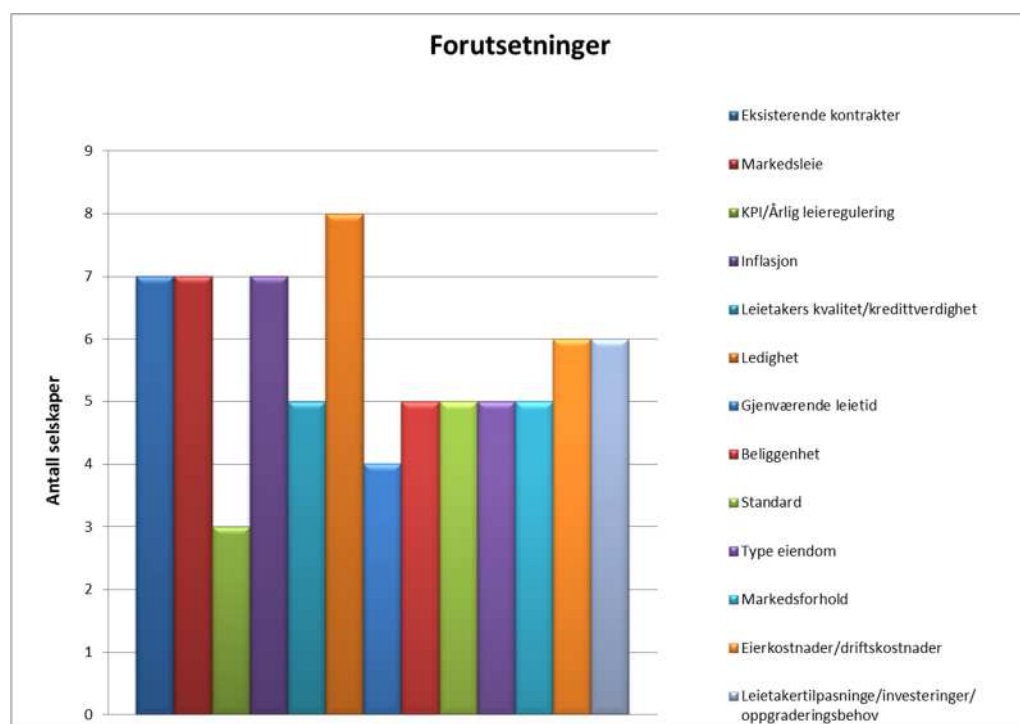
Finanstilsynet (2010) uttalte som nevnt i sin rapport at det etter deres mening må gis konkret informasjon om modellen. Brukerne av regnskapet har behov for at metoden beskrives mest mulig detaljert for at de skal kunne få en forståelse for de beregningene som er gjort. Den generelle beskrivelsen mange av selskapene gir om metoden, vil etter min mening ikke oppfylle kravene i IAS 40.

#### 6.3.2 Forutsetninger

For å kunne verdsette investeringseiendom ved bruk av neddiskonterte kontantstrømmer krever det som nevnt bruk av en rekke forutsetninger og

estimerer. For det første må kontantstrømmen estimeres – både inntektene og kostnadene. Eksempel på forutsetninger som kan inngå i estimeringen av kontantstrømmen er kontraktsleie, markedsleie, vedlikeholdskostnader, eierkostnader, leietakertilpasninger, ledighet og gjenværende leietid. Deretter må man bestemme hvilket avkastningskrav som skal benyttes ved neddiskontering. Forhold som kan påvirke avkastningskravet er eiendommens beliggenhet, standard, type eiendom og inflasjon.

Under har jeg laget en oversikt over ulike forutsetninger de norske selskapene opplyser at er hensyntatt ved verdsettelsen. De britiske selskapene har som nevnt ikke gitt noe informasjon om verdsettelsesmetoden, og de har heller ikke gitt noe informasjon om hvilke forutsetninger som ligger til grunn for verdsettelsen.



Figur 5: Forutsetninger selskapene har opplyst at er hensyntatt i verdsettelsen

Seks av selskapene har spesifisert hvilke forutsetninger som inngår ved estimeringen av kontantstrømmen og hvilke som er hensyntatt i avkastningskravet. Tre av selskapene (NPRO, Tribona og Steen & Strøm) har imidlertid bare ramset opp forhold som det er tatt hensyn til ved verdsettelsen uten å gi noe nærmere opplysninger om hvordan. KLP er det selskapet som har gitt best informasjon vedrørende hvilke faktorer som inngår ved estimeringen av kontantstrømmen. Under er et utdrag fra årsrapporten (KLP 2013, s. 68):

Følgende hovedkomponenter inngår i fremtidig kontantstrøm:

- Gjeldende betingelser, kontraktsutløp og antatt markedsleie
- Ledige arealer med antatt markedsleie
- Parkeringsinntekter, parkeringsareal og antall plasser
- Antatt årlig inflasjon
- Årlig leieregulering i prosent av inflasjon
- Generell ledighet
- Normale årlige driftskostnader
- Normale årlige felleskostnader pr. m<sup>2</sup>
- Oppgraderingskostnader pr. m<sup>2</sup> ved nytteleie
- Evt. ytterligere oppgraderingskostnader (år og beløp)
- Antall måneder ledighet ved hvert kontraktsutløp
- Antatt sluttverdi år 20
- Nominelt avkastningskrav

KLP gir brukerne et godt innblikk i de ulike forholdene som er tatt med i betraktningen, men det hadde likevel vært ønskelig med noen tallmessige verdier. Det er imidlertid bare to selskaper som gir noe tallmessig informasjon i forbindelse med forutsetningene. Tribona oppga i 2010 (men ikke de to andre årene) gjennomsnittlig estimert fremtidig markedsleie per kvadratmeter, og opplyste i tillegg at det var 0,9 % lavere enn nåværende markedsleie (NLP 2011). DNB ga tallmessige verdier knyttet til hva kontraktsleien og den vurderte markedsleien var for den 100 prosent eide norske porteføljen i 2011 og 2012 (DNB 2013, 2012).

Selv om selskapene gir opplysninger om mange av forutsetningene som er tatt med i betraktningen, gir dette begrenset nytte for brukerne så lenge de er gitt på et så generelt grunnlag. Finanstilsynet (2010) påpekte også i sin rapport at en generell omtale av hvilke faktorer som er hensyntatt ikke vil være tilstrekkelig for å oppfylle kravene i IAS 40. De dro frem fremtidig markedsleie som eksempel på en vesentlig forutsetning det bør gis god informasjon om i notene.

Når det gjelder markedsleie, er det bare ett av de norske selskapene som ikke har gitt noe informasjon, og det er Steen & Strøm. De fleste har imidlertid en svært generell beskrivelse av hvordan den fastsettes, der de opplyser at lokalisering, standard, sammenlignbare kontraktsinngåelser i området og lignende inngår i fastsettelsen. De selskapene som gir mest spesifikke opplysninger er DNB i 2010 og Storebrand. DNB skriver i årsrapporten fra 2010 at «*fremtidig markedsleie vurderes individuelt for den enkelte eiendom basert på et bredt tilfang av*

informasjon, herunder ekstern markedsstatistikk, eksterne analyser og markedsvurderinger, eget markedssyn og intern informasjon og kompetanse om lokale markedsforhold og eiendommenes tekniske tilstand. Modellen benytter markedsleien i slutten av perioden, slik at det hverken forutsettes realpris oppgang eller nedgang» (DNB 2011, s. 94). I 2011 og 2012 har de imidlertid ikke gitt noe informasjon om markedsleie. Storebrand skriver at de har utviklet en prognosemodell for å estimere de fremtidige leieinntektene. Denne modellen har de beskrevet i noten (se siste del av utdraget fra Storebrand i avsnitt 6.3.1).

Hvilket avkastningskrav som er benyttet har de fleste norske selskapene gitt opplysninger om. De eneste selskapene som ikke har gitt denne opplysningen er Entra Eiendom og Tribona. Hvordan fastsettelsen av avkastningskravet er gjort, er det imidlertid gitt informasjon om i varierende grad. Det selskapet som utvilsomt har gitt best informasjon er OTE. De fikk tilbakemelding fra Finanstilsynet (2011a) på at det ville være nyttig for brukerne å få opplysninger om nivåene på variablene som påvirket avkastningskravet. Etter dette har de både i 2011 og 2012 gitt informasjon om nivåene. Under vises opplysningene de ga i 2012 (OTE 2013, s. 43-44).

Yielden / avkastningskravet bygges opp på følgende måte:

10 års swaprente  
- inflasjonsforventninger  
+ kredittmargin  
+ eiendomsrisiko  
= yield

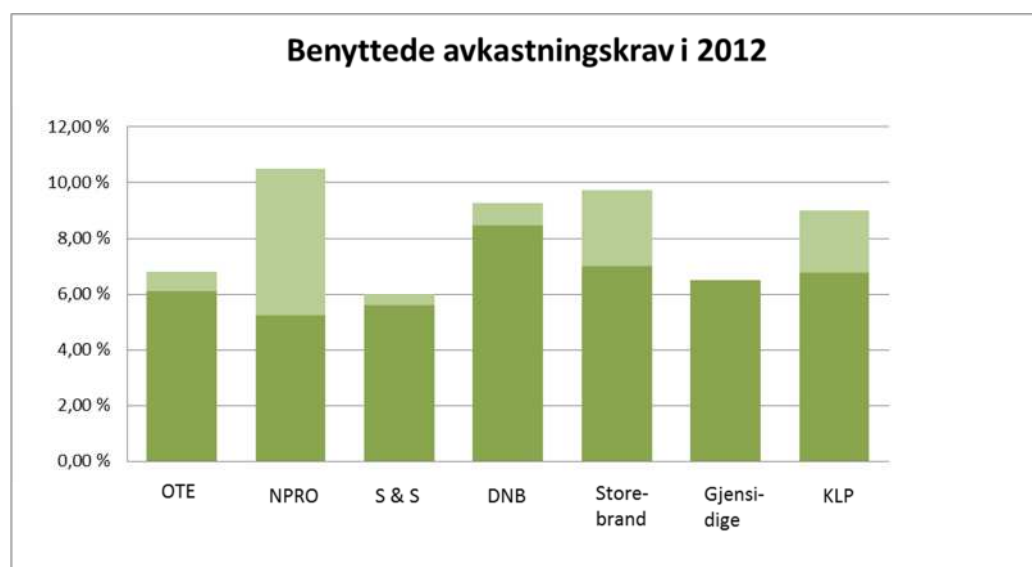
Netto leieinntekter	Kjøpesentereiendom	Øvrig Næringseiendom
10 års Swaprente <sup>1)</sup>	3,1 %	3,1 %
Inflasjonsforventninger <sup>2)</sup>	2,0 %	2,0 %
Kredittmarginer	2,3 %	2,3 %
Eiendomsrisiko	2,7 %	3,4 %
<b>Avkastningskrav (Yield)</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,8 %</b>

1) Rente pr. 31.12.12  
2) Snitt neste 10 år i h.t. prognoser

De fleste selskapene opplyser at avkastningskravet består av en risikofri rente pluss et eiendomsspesifikt risikotillegg, samt noen forutsetninger som inngår i risikotillegget som for eksempel beliggenhet, standard og type eiendom. Dette er imidlertid en svært generell omtale som gir brukerne lite nyttig informasjon.

KLP er det selskapet som, sett bort i fra OTE, har gitt mest utfyllende informasjon om den risikofrie renten. I noten står det at den risikofrie renten tar utgangspunkt i 10-års norsk statsobligasjonsrente «... justert med et tillegg for estimat på en 20-års risikofri rente. Estimaten på 20-årsrenten tilsvarende helningen på swapkurven mellom 10 og 20 år» (KLP 2013, s. 60). DNB oppga i 2010 at de benyttet statsobligasjonsrente med en durasjon på 3-5 år som utgangspunkt for den risikofrie renten (DNB 2011). Den opplysningen har de imidlertid ikke med de to andre årene. Ingen av de andre selskapene har omtalt hvordan den risikofrie renten fastsettes eller nivået på denne.

Når det gjelder inflasjonsforventningen har Entra og NPRO opplyst at forventningen er basert på konsensus fra banker og offentlig statistikk (Entra 2013; NPRO 2013). NPRO har oppgitt at det er benyttet inflasjonsforventning på 1,10-2,50 % i 2012, og Storebrand har oppgitt at det effektive avkastningskravet er inkludert 2,5 % inflasjon. Utenom dette er det ingen av selskapene som har gitt noe nærmere informasjon om hvilken inflasjonsforventning som ligger til grunn, selv om de fleste selskapene har opplyst at det er en av forutsetningene som er med i beregningen.



Figur 6: Benyttede avkastningskrav i 2012

Figuren over viser hvilket avkastningskrav de ulike selskapene har benyttet ved verdsettelsen i 2012. De fleste selskapene har gitt opplysninger om avkastningskrav til de ulike segmentene, men denne oversikten viser bare hvilke intervall de har benyttet totalt sett.

Norwegian Property er det selskapet som har oppgitt størst intervall, og er samtidig det eneste selskapet som ikke har gitt segmentert informasjon om avkastningskravet. De har bare oppgitt at de i 2012 bruker et avkastningskrav i intervallet 5,25 % - 10,50 % for nåværende leie, og 8,00 % - 10,50 % for fremtidig leie og residualverdier, og at det gjøres individuelle vurderinger av den enkelte eiendom (NPRO 2013). Det at intervallet er så stort, samtidig som at det ikke er gitt mer spesifikk informasjon om for eksempel avkastningskrav innenfor de ulike geografiske områdene, gjør at brukerne får lite nytte av denne informasjonen.

Storebrand har også et relativt stort intervall, men de har gitt god informasjon om de ulike avkastningskravene som er benyttet både i forhold til geografisk beliggenhet og type eiendom. Under har jeg tatt med et utdrag fra årsrapporten som et eksempel på hvordan informasjonen kan gis (Storebrand 2013, s. 129):

EIENDOMMENE ER VURDERT MED UTGANGSPUNKT I FØLGENDE EFFEKTIV AVKASTNINGSKRAV (INKL. 2,5 PROSENT INFLASJON)				
	Avkastningskrav (prosent)		Virkelig verdi (NOK mill.)	
	2012	2011	2012	2011
Kontorbygg (inklusive parkering og lager)				
Oslo-Vika/Filipstad Brygge	7,35 - 8,95	7,20 - 8,70	6 855	6 698
Stor Oslo for øvrig	7,54 - 9,72	7,70 - 9,79	9 558	9 206
Norge for øvrig	8,07 - 9,70	8,40 - 9,75	2 459	2 719
Kjøpesenter portefølje	7,60 - 9,70	7,74 - 9,25	10 103	10 321
Kontorbygg Sverige	7,00 - 9,00	7,00 - 9,00	1 570	853
Kultur og konferanse Sverige	7,00 - 9,00	7,00 - 9,00	359	399
Annet			50	340

Finanstilsynet (2010) uttalte som tidligere nevnt i sin rapport at de ikke var kjent med noen god metodikk for å hensynta eiendomsspesifikke forhold i diskonteringsrenten, og at det derfor er mest nærliggende at de tas hensyn til i kontantstrømmene. Det er imidlertid bare ett selskap som har oppgitt at de hensyntar de eiendomsspesifikke forholdene i kontantstrømmene, og det er DNB. Fem av de andre selskapene har gitt uttrykk for at de eiendomsspesifikke forholdene hensyntas i diskonteringsrenten, mens Tribona og Steen & Strøm ikke har gitt noen opplysninger knyttet til dette.

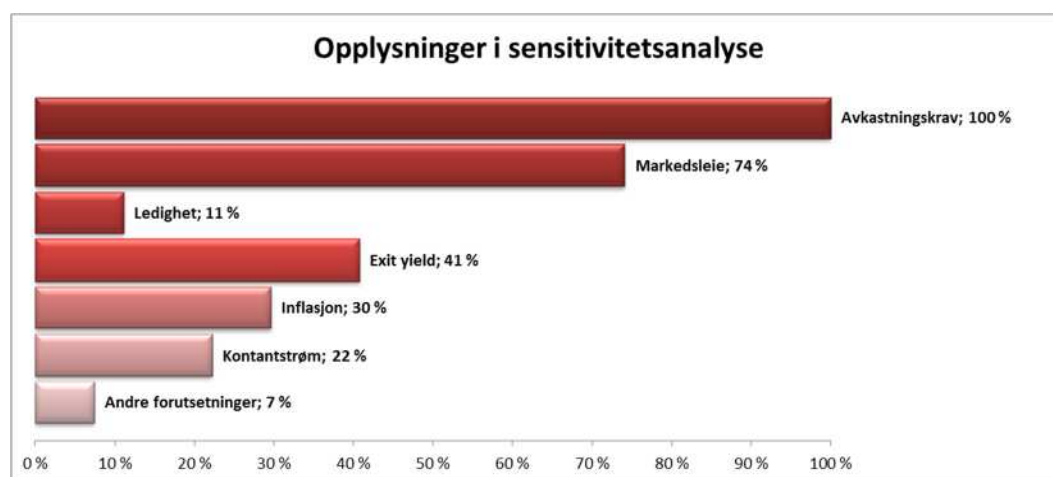
Som nevnt har mange av selskapene gitt informasjon om hvilke forutsetninger som inngår i beregningen, men de har et betydelig forbedringspotensial i forhold til informasjon om hvordan de ulike forutsetningene er fastsatt. Dette er

informasjon som er svært viktig for brukerne av regnskapet, for å kunne få en forståelse for de vurderingene som er gjort. På bakgrunn av dette er det ingen av selskapene som etter min mening oppfyller notekravet i IAS 40.75d.

### 6.3.3 Sensitivitet

For at brukerne av regnskapet skal få en forståelse for hvor stor påvirkning de ulike forutsetningene har på verdien, er det ønskelig med informasjon om hvor mye verdien endres ved en endring i forutsetningene. Det er som nevnt også et krav i IAS 1 at selskapene skal gi opplysninger knyttet til estimeringsusikkerhet.

Alle de norske selskapene i utvalget har inkludert en sensitivitetsanalyse i notene. Ingen av de britiske selskapene har imidlertid det, noe som kanskje henger sammen med at de heller ikke har noe informasjon om selve verdsettelsen. Hvor mange og hvilke forutsetninger som er inkludert i sensitivitetsanalysen varierer. Avkastningskravet er noe alle har inkludert, og nesten alle (ikke Steen & Strøm og Storebrand) har med endring av markedsleie. Under vises en oversikt over de ulike forutsetningene selskapene har med i sine sensitivitetsanalyser, og hvor stor andel som har gitt opplysninger om de ulike forutsetningene.



Figur 7: Forutsetninger som er inkludert i sensitivitetsanalysen til de norske selskapene

Oversikten er totalt for de tre årene jeg har sett på, så når det er 100 % som har med avkastningskravet i analysen, vil det si at alle selskapene har med avkastningskravet alle tre årene. Som man kan se er det flere ulike forutsetninger selskapene har inkludert i sensitivitetsanalysen. Fire av selskapene har inkludert

fire forskjellige forutsetninger i sin analyse, mens resten av selskapene har hatt med to (og da som regel avkastningskrav og markedsleie).

Finanstilsynet (2011a) påpekte i sin tilbakemelding til OTE at blant annet sensitiviteten til ledighet vil kunne være interessant for brukerne av regnskapet. Det er likevel bare ett selskap som har med ledighet i sin sensitivitetsanalyse, og det er Tribona. I figur 5 ser man at hele 8 av selskapene opplyser at en av forutsetningene i beregningen av den virkelige verdien er ledighet. Det er derfor noe overraskende at ikke flere selskaper har med sensitiviteten til ledighet i sin analyse.

KLP har bare gitt sensitivitetsanalyse for en enkelt eiendom, og ikke hele porteføljen. De fremlegger det som et eksempel på hvor mye verdien kan svinge ved endringer i forutsetningene. De andre selskapene har gitt sensitivitetsanalyse for porteføljen totalt sett. Ideelt mener jeg at også KLP burde ha opplyst sensitiviteten for hele porteføljen og ikke bare for en enkelt eiendom, siden dette er informasjon brukerne har behov for. Det er imidlertid bedre enn at de ikke ga noe informasjon, da det gir en viss pekepinn på sensitiviteten.

Siden det skal opplyses om de forutsetningene som er kilder til estimeringsusikkerhet, mener jeg sensitivitetsanalysen bør inneholde alle de vesentlige forutsetningene som er benyttet ved verdsettelsen. Som man kan se i figur 5, er det mange forutsetninger som er med i vurderingen, og jeg mener da at å bare ha med to forutsetninger i analysen vil være mangelfullt.

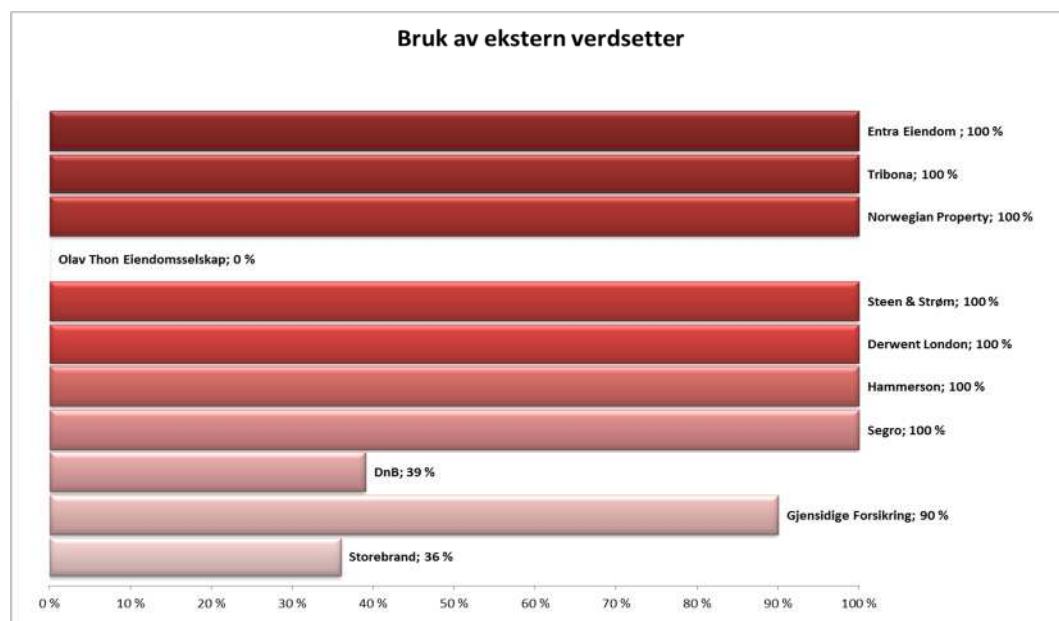
#### ***6.4 Ekstern verdsetter***

Det er som nevnt et krav i IAS 40.75e at selskapet skal opplyse om hvor stor del av verdsettelsen som er gjort av eksterne verdsettere. De aller fleste selskapene har gitt opplysninger om omfanget av ekstern verdsettelse. Det eneste selskapet som ikke har gitt denne opplysningen noen av årene er KLP. De har bare skrevet at et utvalg av eiendommene verdsettes av eksterne, men ikke hvor stort dette utvalget er. Gjensidige Forsikring mangler også denne opplysningen i 2011. Storebrand har i 2012 ikke opplyst hvor stor andel av eiendommene som er



vurdert av eksterne i fjerde kvartal, men har imidlertid opplyst at 95 % av eiendommene har blitt verdsatt av eksterne verdsettere i løpet av året.

Under er en oversikt over hvor stor andel av eiendommene som blir verdsatt av eksterne for de ulike selskapene. For de selskapene som bare har brukt eksterne på en andel av porteføljen, er det beregnet et gjennomsnitt for de årene de har gitt opplysningen.



Figur 8: Andel av eiendomsporteføljen som blir verdsatt av ekstern verdsetter ved årsslutt

Alle eiendomsselskapene, med unntak av OTE, benytter eksterne verdsettere til å verdsette hele eiendomsporteføljen. Olav Thon Eiendomsselskap bruker kun eksterne verdsettere til rådgivning, blant annet for å fastsette fremtidig markedsleie og yield nivå (OTE 2012).

Forsikringselskapene benytter hovedsakelig interne verdivurderingsmodeller, men bruker eksterne verdsettere på et utvalg av eiendommene for å kontrollere den vurderingen de selv har gjort. Hvor stort utvalget er varierer fra 29 % (DNB i 2010) til 90 % (Gjensidige). Både Storebrand og DNB bruker eksterne verdsettere hvert kvartal på ulike eiendommer, slik at gjennom året kan 90 % av eiendommene være verdsatt av ekstern verdsetter, selv om det for fjerde kvartal er en mindre andel.

Finanstilsynet (2011a) uttalte i sin tilbakemelding til OTE at det burde opplyses om metode for avvik mellom eksterne og interne verdsettelse. KFI påpekte også at det var noe analytikerne ønsket informasjon om (NFF 2009). De eneste selskapene som oppgir dette er DNB og KLP. DNB skriver at *«interne beregninger og regnskapsførte verdier er innenfor et akseptabelt pålitelighetsintervall på pluss/minus 5 prosent i forhold til et snitt av eksterne takster»* (DNB 2013, s. 140). KLP har en noe mer generell omtale, men skriver i prinsippnoten: *«Kvartalsvis takseres et fast utvalg av eiendomsmassen til konsernet av eksterne, uavhengige og kvalifiserte aktører. Ved vesentlig avvik fra egen vurdering av virkelig verdi analyseres differansene og verdsettelsesmodellens parametere justeres dersom dette viser seg nødvendig»* (KLP 2013, s. 60).

Forsikringsselskapene bruker som nevnt eksterne verdsettere som en kvalitetssikring av de interne beregningene. For at dette skal ha noe nytte for brukerne av regnskapet, avhenger det av at det blir gitt informasjon om avvikene mellom de eksterne og interne verdsettelsene. Uten denne informasjonen vil de eksterne verdsettelsene ha liten effekt for brukernes tillitt til de interne vurderingene som er gjort. Informasjonen som DNB gir gjør at brukerne får en pekepinn på at de interne vurderingene DNB gjør ikke avviker vesentlig fra de eksterne. Dette vil kanskje føre til at brukerne får større tillitt til de interne verdsettelsene som blir gjort.

Eiendomsselskapene (utenom OTE) benytter som nevnt eksterne verdsettere på hele porteføljen, og det er sånn sett ikke aktuelt å gi informasjon om avvik mellom eksterne og interne verdsettelse. Flere av de norske selskapene benytter imidlertid to forskjellige verdsettere på hele porteføljen. Hvilken verdi de ender opp med å bokføre eiendommen til, er det ingen som gir noen opplysninger om. Benyttes det for eksempel en gjennomsnittsverdi av disse to verdsettelsene, eller gjør ledelsen vurderinger for hvilken verdi som er «mest riktig»? Dette er informasjon som vil være svært nyttig for brukerne. Det bør også gis informasjon om hvorvidt det er store avvik mellom de to verdsettelsene.

I tillegg til kravene i IAS 40, har EPRA (2011) gitt noen anbefalinger i forbindelse med ekstern verdsettelse. For det første oppfordrer de til at hele

eiendomsporteføljen årlig blir verdsatt av ekstern verdsetter, noe de fleste selskapene som sagt gjør. I tillegg anbefaler de at det opplyses om navn på firma som har foretatt verdsettelsen. Dette har alle eiendomsselskapene opplyst om, men ingen av forsikringsselskapene. Jeg mener dette er informasjon som også forsikringsselskapene burde ha gitt, da det kan være av interesse for brukerne.

EPRA (2011) anbefaler også at det gis opplysninger om fastsettelsen av verdsetternes honorar. Dette for at brukerne skal få opplysninger om eventuelle forhold som kan påvirke uavhengigheten. Slike forhold kan eksempelvis være at honoraret er en så stor andel av inntekten til verdsetteren at det ville fått økonomiske konsekvenser dersom de mistet klienten, eller at honoraret er påvirket av markedsverdien av eiendommene slik at de vil ha insentiv til å sette denne høyest mulig. Det er ingen av de norske selskapene som gir noen opplysninger om honoraret, og de britiske selskapene oppgir heller ikke hva honoraret faktisk er. De britiske selskapene har imidlertid gitt noen opplysninger om honoraret. Segro har opplyst at det totale honoraret til verdsetteren er mindre enn 5 % av deres totale inntekter, og Hammerson har opplyst at honoraret er et fast beløp, og indikerer sånn sett at honoraret er uavhengig av verdien på eiendommene. Derwent London ga samme opplysning som Segro, men bare i 2012.

I forhold til selve verdsettelsen, oppfordrer EPRA (2011) til at den utføres i henhold til International Valuation Standards (IVS). Hammerson og Segro opplyser at verdsettelsen er utført i henhold til IVS, mens Derwent London har utført verdsettelsen i henhold til Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS). RICS utgir en «rød bok» som er standarder og anbefalinger til de selskapene som er medlem av RICS. Den røde boken er i overensstemmelse med IVS (RICS 2012). Omtrent ingen av de norske selskapene har gitt noe informasjon i forhold til om IVS er fulgt. OTE opplyste i 2010 at verdsettelsen var utført i samsvar med IVS, og Steen & Strøm opplyste i 2012 at de følger RICS. Dette kan være informasjon som er nyttig for brukerne av regnskapet og som det burde gis opplysninger om.

Den siste anbefalingen til EPRA (2011) er at det gis enten et sammendrag av verdsettelsesrapporten, eller en avstemming av de beløpene verdsetteren har kommet frem til og de som faktisk er benyttet i regnskapet. Dette mener jeg er

informasjon som er av stor interesse for brukerne, og som ville vært med på å skape tillitt til de virkelige verdiene. Det er imidlertid ingen av de norske selskapene som gir noen slik informasjon. Hammerson har i noten vist til at informasjonen kan finnes på hjemmesidene til selskapet. På hjemmesiden er det for 2010 og 2011 gitt et sammendrag fra verdsetterne, samt en avstemming mot balanseførte verdier slik at det også fremkommer hvilke korrigeringer ledelsen har gjort (Hammerson 2012b, 2010). Derwent London har gitt noe informasjon i noten om hvilke verdier de eksterne verdsetterne har kommet frem til, men det var noe utfordrende å se sammenhengen mot de bokførte verdiene, da de ikke hadde noen avstemming.

### ***6.5 Andre opplysninger***

Som nevnt i avsnitt 4.3 har EPRA (2011) utgitt en rekke anbefalinger (BPR) som blant annet skal gi mer åpenhet i eiendomssektoren. Informasjonen EPRA anbefaler at selskapene gir, er informasjon som er svært relevant for brukerne av regnskapet. Mye av informasjonen vil være nødvendig for at brukerne selv skal kunne gjøre seg opp en mening om den virkelige verdien på selskapenes eiendomsportefølje.

Det anbefales for det første at selskapene har årsrapporten tilgjengelig på engelsk. Det eneste selskapet som ikke har en engelsk versjon av årsrapporten tilgjengelig på hjemmesiden er OTE. Ellers har både eiendomsselskapene og forsikrings-selskapene utgitt årsrapportene på engelsk.

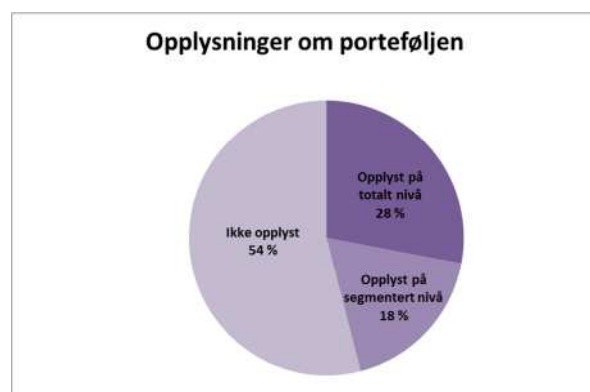
For at det skal være lettere for brukerne å gjøre sammenligninger, anbefaler EPRA at det oppgis noen nøkkeltall som er utarbeidet av EPRA (beskrevet i vedlegg 5). Disse nøkkeltallene skal være med på å gjøre opplysningene mer konsekvente og anses å være av avgjørende betydning for investorer (EPRA 2011). De britiske selskapene har alle gitt god informasjon i forbindelse med nøkkeltallene. De har både oppgitt selve nøkkeltallene klart og tydelig i årsrapporten, samt gitt en beskrivelse av dem og vist utregninger.

Av de norske eiendomsselskapene er det bare Entra Eiendom og OTE som har oppgitt EPRA nøkkeltall i årsrapporten. Entra Eiendom har i 2011 og 2012

opplyst om EPRA Vacancy Rate i en av notene. Det står imidlertid med liten skrift at ledighetsraten er utarbeidet i henhold til EPRA's anbefalinger, så det var ikke veldig lett å få øye på den. OTE har inkludert fire av de syv nøkkeltallene i de siste to årsrapportene (og ett i 2010). De har gitt en kort beskrivelse av hva nøkkeltallene er, men ikke fullstendig oversikt over hvordan de er beregnet slik som de britiske selskapene har.

EPRA (2011) har også anbefalt at det gis en del sentral informasjon om porteføljen på segmentert nivå, som areal, gjennomsnittlig leie per kvadratmeter, markedsverdi og ledighet. Se vedlegg 2 for full oversikt. Både Derwent London og Hammerson har gitt opplysninger om de fleste av disse punktene. Segro har derimot ikke gitt så mange av opplysningene. Det skal imidlertid nevnes at Segro hadde så ekstremt mye informasjon og tekst i årsrapporten, at det var vanskelig å skille ut informasjonen. Det kan være et minus når det blir for mye informasjon, fordi det da kan være med på å skjule viktig og sentral informasjon. De to andre selskapene hadde presentert informasjonen på en tydelig måte, ofte i tabeller.

De norske eiendomsselskapene har generelt sett gitt lite av informasjonen som er anbefalt av EPRA. Noe av informasjonen er oppgitt for porteføljen totalt sett, mens noe er gitt på segmentert nivå. Nedenfor er en figur som viser hvor mange av disse opplysningene som er gitt av de norske eiendomsselskapene, splittet opp på om informasjonen er gitt på totalt- eller segmentert nivå. Som man kan se er det mye av opplysningene som ikke er gitt i det hele tatt, mens noe av informasjonen er gitt på totalt nivå og ikke per segment slik som det er anbefalt.



*Figur 9: Andel av informasjon (ihht. vedlegg 2 pkt.15) de norske eiendomsselskapene har gitt*

Tribona er det eneste norske selskap som gir opplysninger om de største leietakerne, mens nesten alle selskapene har inkludert en analyse av leieavtalenes

utløpsprofil i årsrapporten. Gjennomsnittlig leie per kvadratmeter ved årsslutt er informasjon som kan være svært interessant for brukerne, men dette er det ingen av eiendomsselskapene som har opplyst (med unntak av Tribona i 2011). En annen opplysning som er relevant for brukerne er ledighet. Alle selskapene har gitt opplysninger om ledighet, men kun på totalt nivå.

Anbefalingene til EPRA er som sagt utarbeidet for eiendomsselskaper, og det er sånn sett ikke forventet at forsikringsselskapene følger dem. Flere av selskapene har imidlertid gitt noe av informasjonen som er anbefalt. DNB og Storebrand har i noten gitt segmentert informasjon om virkelig verdi, leieareal og utløpsprofil, og Gjensidige har gitt informasjon om utløpsprofil, kontraktsleie, markedsleie og gjennomsnittlig verdi per kvadratmeter. KLP er det eneste selskapet som ikke har gitt noe informasjon om porteføljen i noten.

EPRA (2011) anbefaler også at det gis en oversikt over de største eiendommene med diverse informasjon, som beliggenhet, areal, type eiendom, ledighet og prosentdel av eierskap, samt diverse informasjon om investeringseiendom under utvikling (se vedlegg 2). De norske eiendomsselskapene har generelt sett gitt lite av informasjonen som er anbefalt. Det selskapet som har gitt best informasjon er OTE. De har med det meste av informasjonen både i forhold til de største eiendommene og investeringseiendom under utvikling. Entra Eiendom og Steen & Strøm har gitt noe informasjon om eiendom under utvikling, og Tribona har en oversikt over de største eiendommene med en del av opplysningene som er anbefalt. Norwegian Property er dermed det eneste selskapet som ikke har gitt noe av informasjonen.

De britiske selskapene har generelt sett tilfredsstillt de fleste av EPRA's BPR. Det er imidlertid bare to av dem som har gitt en oversikt over de største investeringseiendommene med den tilhørende informasjonen. Segro har ikke en slik oversikt i årsrapporten, men de har en rapport på hjemmesiden der det er mulig å finne mer informasjon. Jeg mener imidlertid dette er informasjon som bør gis i selve årsrapporten. Hammerson har gitt svært god informasjon om de ulike eiendommene, og jeg har derfor under tatt med et utdrag fra deres årsrapport som eksempel på hvordan informasjonen kan gis (Hammerson 2013, s. 133).

VICTORIA QUARTER, LEEDS		WESTQUAY, SOUTHAMPTON	
JV PARTNER:	—	JV PARTNER:	Oric (50%)
KEY DATES:	2012 acquired	KEY DATES:	2000 developed
TENURE:	Freehold	TENURE:	Leasehold
PRINCIPAL OCCUPIERS:	Louis Vuitton, Paul Smith, Vivienne Westwood	PRINCIPAL OCCUPIERS:	John Lewis, Marks & Spencer
NO. OF TENANTS:	72	NO. OF TENANTS:	96
UNEXPIRED LEASE TERM TO EXPIRY:	6	UNEXPIRED LEASE TERM TO EXPIRY:	3 years
OCCUPANCY RATE:	99.3%	OCCUPANCY RATE:	98.1%
RENTS PASSING:	£7.3 million p.a.	RENTS PASSING:	£14.1 million p.a.
AVERAGE RENTS PASSING:	£515 per m <sup>2</sup>	AVERAGE RENTS PASSING:	£630 per m <sup>2</sup>
ENVIRONMENTAL RATING:	None	ENVIRONMENTAL RATING:	ISO 14001
ENERGY PERFORMANCE CERTIFICATE:	E	ENERGY PERFORMANCE CERTIFICATE:	D
OWNERSHIP:	100% 	OWNERSHIP:	50% 
PROPERTY NET INTERNAL AREA:	19,100m <sup>2</sup>	PROPERTY NET INTERNAL AREA:	76,800m <sup>2</sup>

Informasjon over har Hammerson gitt for alle eiendommene, delt opp i type eiendom og beliggenhet (UK og Frankrike). Dette vil gi brukerne god informasjon om eiendomsporteføljen, slik at de har mulighet til å gjøre seg opp en egen vurdering av den virkelige verdien.

I tillegg til de ovennevnte punkter, har EPRA gitt anbefalinger om ytterligere informasjon i tilknytning til den eksterne verdsettelsen. Disse punktene er omtalt i avsnitt 6.4.

Som tidligere nevnt er formålet til EPRA's BPR å gi mer åpenhet i eiendomssektoren, samt å gi relevant informasjon til investorer. Mye av informasjonen er avgjørende for at brukerne skal kunne gjøre egne vurderinger av eiendommene. Jeg mener derfor at selskapene bør følge de anbefalingene som er gitt. De norske selskapene har generelt sett gitt lite av informasjonen, og har derfor et betydelig forbedringspotensial.

## 6.6 Eksempel på god noteinformasjon

Castellum AB ble som tidligere nevnt dratt frem som et eksempel på hvor omfattende noteinformasjon som kan gis for å beskrive metoden og de vesentlige forutsetningene for verdsettelsen i en bok av Bonham et al. (2011). Castellum har gitt svært god noteinformasjon sammenlignet med de andre selskapene i utvalget. Jeg vil derfor bruke dette selskapet som et eksempel på hva jeg mener er god noteinformasjon. Jeg har tatt utgangspunkt i årsrapporten for 2010, fordi de hadde

en noe bedre beskrivelse av metoden i 2010 enn de to siste årene. I vedlegg 6 er et utdrag av hele noten. Under omtales hovedtrekkene.

Verdsettelsesmetoden har Castellum beskrevet i detalj. For de første 9 årene blir det utarbeidet prognoser for hvert år, og deretter blir det beregnet en terminalverdi i år 10. For å illustrere metoden har de inkludert et eksempel som viser hvordan verdsettelsen er gjort. Tallene i eksempelet er ikke selskapets faktiske tall, men kun benyttet for å vise metoden. Under vises eksempelet de har i noten (Castellum 2011, s. 95-96).

*To illustrate the model, the following example is provided. It should be noted that assumptions regarding cash flow growth and other assumptions included in the model are only intended to illustrate the model. Even if relevant figures is used the example should thus not be regarded as a forecast of the company's expected earnings.*

**Assumptions in the example:**

- The economic occupancy rate is assumed to increase in order to reach a long-term level of 95% in the year 2016.
- Net operating income for 2010 is based on the result for the investment properties, with an assumed cost of SEK 30/sq.m. for pure property administration.
- Growth in rental value and property costs has been assumed to 1.5% per year during the calculation period.
- The average economic life of the real estate portfolio has been assumed to be 50 years.
- Projects, undeveloped land and building rights have an assumed value SEKm 1,555.
- The required yield is calculated according to the following assumptions:

	Required yield	Percentage of capital	Weighted required yield
Equity	8.0% - 18.2%	40%	3.2% - 7.3%
Borrowed capital	5.5%	60%	3.3%
<b>Weighted required yield</b>		<b>100%</b>	<b>6.5% - 10.6%</b>

**Example - calculation of the value of the real estate portfolio**

SEKm	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rental value	3,148	3,195	3,243	3,292	3,341	3,391	3,442	3,494	3,546	3,599	3,653
Rental income	2,801	2,876	2,951	3,045	3,141	3,222	3,306	3,354	3,404	3,455	3,507
Economic occupancy rate	89.8%	90%	91%	92%	94%	95%	96%	96%	96%	96%	96%
Property costs	-911	-925	-939	-953	-967	-981	-996	-1,011	-1,026	-1,042	-1,057
<b>Net operating income=cash flow</b>	<b>1,890</b>	<b>1,951</b>	<b>2,012</b>	<b>2,092</b>	<b>2,174</b>	<b>2,241</b>	<b>2,308</b>	<b>2,343</b>	<b>2,378</b>	<b>2,413</b>	<b>2,450</b>
Discounted cash flow, years 1-9	13,895										
Discounted cash flow, year 10	16,288										
Assumed value, projects, land, building rights	1,555										
<b>Total property value</b>	<b>31,738</b>										

↓ Discounted cash flow  
 ← Discounted residual value 33,941

Som man kan se fremgår det tydelig hvordan modellen er bygget opp. Den viser også at terminalverdien utgjør en stor andel av verdien, som jeg nevnte i avsnitt 3.3.1.



I tillegg til en detaljert beskrivelse av metoden, har de også gitt god informasjon om forutsetningene som inngår i beregningen. De skriver at for å fastsette de enkelte eiendommenes fremtidige inntjening, har de gått ut i fra en inflasjonsforventning på 1,5 % og tatt hensyn til potensielle endringer i leienivå for hver kontrakts leie og forfallstidspunkt sammenlignet med estimert nåværende markedsleie. De har også hensyntatt endringer i ledighetsraten og eiendoms-kostnader. I verdsettelsen økes den økonomiske utleiegraden progressivt til den i løpet av prognoseperioden når 96 %. Inkludert i eiendoms-kostnadene er driftskostnader, vedlikeholdskostnader, festeavgift, eiendomsskatt, samt leasing og eiendomsadministrasjon (Castellum 2011). I tillegg til denne beskrivelsen har de inkludert en tallmessig oversikt over forutsetningene som er benyttet i år 1 i modellen (Castellum 2011, s. 96):

<b>Assumptions per property category 31-12-2010, year 1</b>	<b>Office/Retail</b>	<b>Warehouse/Industrial</b>
Rental valuee SEK/sq.m,	1,207	715
Vacancy	11%	9%
Direct property cost SEK/sq.m.	318	169
Property management SEK/sq.m	35	25

Utviklingseiendommer er verdsatt ved bruk av samme metode, men med fradrag for gjenstående investeringskostnader. De har også en oversikt over utviklings-eiendommene som viser hvor mye kostnader som gjenstår, og når prosjektet skal være ferdigstilt. Utviklingsrettigheter blir verdsatt med bakgrunn i estimert markedsverdi per kvadratmeter, som er gjennomsnittlig 970 SEK i 2010.

Selskapet benytter et vektet avkastningskrav (WACC) til neddiskonteringen av kontantstrømmene. Kostnaden for lånt kapital er forutsatt å være 5,5 %, som består av realrente og inflasjon. Avkastningskravet for egenkapitalen er basert på forutsetninger vedrørende realrenten, inflasjon og en risikopremie. De beskriver en rekke forhold som er med i vurderingen av risikopremien. I tillegg har de oppgitt en tabell som viser de ulike nivåene på forutsetningene som inngår i avkastningskravet (Castellum 2011, s. 97):

<b>Assumptions per property category 31-12-2010</b>	Office/Retail	Warehouse/Industrial
Real interest rate	3.0%	3.0%
Inflation	1.5%	1.5%
Risk	5.0% – 12.5%	6.5% – 13.9%
Return on equity	9.5% – 17.0%	11.0% – 18.4%
Interest rate	5.5%	5.5%
Loan to value ratio	65%	55%
Return on total capital	6.9% – 9.5%	8.0% – 11.3%
Weighted d:o, discounted factor year 1-9	8.0%	9.2%
Weighted d:o, discounted factor residual value*	6.5%	7.7%

*\*(required yield on total capital minus growth equal to inflation)*

Totalkapitalkravet benyttes for å neddiskontere den forventede kontantstrømmen de første ti årene. For å beregne terminalverdien benyttes totalkapitalkravet minus vekst, altså Gordons vekstformel. Veksten er satt lik inflasjonen, slik at det ikke forventes en evig realvekst. Det estimerte avkastningskravet blir også sammenlignet med markedets avkastningskrav. For de områdene eller eiendommene som ikke har et aktivt marked, ses det hen til gjennomførte transaksjoner for sammenlignbare eiendommer eller eksisterende makroøkonomiske faktorer.

Den virkelige verdien på eiendommene steg med 4 % i 2010 sammenlignet med 2009. Castellum gir også en beskrivelse av hva denne endringen skyldes. To tredeler av endringen skyldes at avkastningskravet har blitt redusert, mens resten skyldes en økning i forventet kontantstrøm. De kontraktsfestede inntektene anser de for å være i samsvar med markedsnivåer. De har også gitt en oversikt over den virkelige verdien for de ulike segmentene (Castellum 2011, s. 97):

<b>Property value, SEKm</b>	Office/Retail	Warehouse/ Industrial	Projects and land	Total
<b>31-12-2010</b>				
Greater Gothenburg	5,502	4,570	104	10,176
Öresund Region	4,907	1,717	124	6,748
Greater Stockholm	4,039	1,837	494	6,370
Mälardalen	3,609	906	314	4,829
Eastern Götaland	2,883	739	23	3,645
<b>Total</b>	<b>20,940</b>	<b>9,769</b>	<b>1,059</b>	<b>31,768</b>

Verdsettelsen blir hovedsakelig gjort av interne verdsettere. De har imidlertid også innhentet eksterne vurderinger på eiendommer tilsvarende 50 % av den totale verdien. Utvalget for hvilke eiendommer som skal vurderes av eksterne er gjort med utgangspunkt i de verdimesig største eiendommene, men også for å reflektere porteføljen som en helhet i forhold til de ulike typene og beliggenheten. Utvalget ble av NAI Svefa vurdert til 15.614 MSEK, mens de samme

eiendommene av Castellum ble vurdert til 15.982 MSEK, som utgjør en differanse på 2 %. De oppgir at de opererer med et pålitelighetsintervall på +/- 5-10 %. Differansen er derfor innenfor dette intervallet.

Castellum har gitt omfattende opplysninger både om verdsettelsesmetoden og forutsetningene. Brukerne får en god forståelse for de vurderingene ledelsen har gjort og hvordan selve verdsettelsen er utført. I tillegg gir de en beskrivelse av hvilke forhold som står bak verdiendringen i løpet av året, og spesifikk informasjon om avvik mellom de eksterne og interne verdsettelsene. Dette gir brukerne svært nyttig informasjon. Jeg mener noteinformasjonen til Castellum er et utmerket eksempel på hva slags informasjon selskapene må gi for at brukerne skal få tilstrekkelig informasjon.

## ***7. Oppsummering og konklusjon***

### ***7.1 Oppsummering***

Verdsettelse av investeringseiendom er i Norge basert på estimater og skjønnsmessige vurderinger, da det ikke finnes et aktivt marked. For at verdien skal kunne være pålitelig, avhenger det av at brukerne av regnskapet får tilstrekkelig informasjon for å kunne forstå de estimatene og vurderingene som ligger til grunn. Følgene av at det ikke gis tilstrekkelig informasjon, er at det blir vanskelig å etterprøve estimatene og gjøre seg opp egne oppfatninger om verdien. Med dette øker også risikoen for at estimatene skal bli brukt til å spekulere i urealisert inntektsføring (Stenheim 2008).

Gjennomgangen av regnskapene har vist at det er store mangler i forhold til informasjon om verdsettelsesmetode og forutsetninger. Opplysningene som gis om metoden er av en svært generell karakter. Alle de norske selskapene bruker neddiskonterte kontantstrømmer, men det kan være vanskelig å tyde forskjellene fordi beskrivelsen er så generell og overfladisk. En tydelig beskrivelse av hvordan modellen er bygget opp, både med tanke på prognoseperiode og hvordan terminalverdien er fastsatt, er informasjon som savnes for å kunne tilfredsstille kravet i IAS 40.

I forhold til forutsetninger, har selskapene nevnt mange faktorer som er med i beregningen av virkelig verdi. Det er imidlertid gitt lite informasjon om hvordan disse forutsetningene er fastsatt og hensyntatt. Jeg mener det må gis mer spesifikke opplysninger for at brukerne skal få tilstrekkelig informasjon, samt for å tilfredsstille kravet i IAS 40. Tallmessige verdier er det så å si ingen av selskapene som gir, med unntak av hvilket avkastningskrav som er benyttet. Nivåer på for eksempel risikofri rente, inflasjonsforventning, fremtidig markedsleie og forventet ledighet mener jeg selskapene bør opplyse om. Også prognosemetode for kostnader er noe det bør gis mer informasjon om.

I tillegg til opplysninger om forutsetningene har brukerne behov for å få vite hvor følsomme de er, altså hvor mye verdien av eiendommene endres ved en endring i forutsetningene. De fleste selskapene hadde en sensitivitetsanalyse for endring i avkastningskravet og markedsleien. For å oppfylle kravet i IAS 1 mener jeg

imidlertid at alle de vesentlige forutsetningene må være inkludert i sensitivitetsanalysen. Andre forutsetninger som bør være med kan eksempelvis være ledighet, inflasjon og kontantstrøm. Det bør likevel være en viss sammenheng med de forutsetningene selskapet påpeker som de mest vesentlige for beregningen.

De fleste eiendomsselskapene benytter to eksterne verdsettere for å fastsette markedsverdien for hele eiendomsporteføljen. Forsikringsselskapene benytter hovedsakelig interne beregningsmodeller, samt eksterne verdsettere på et utvalg av porteføljen som en «benchmark». Opplysninger knyttet til avvik mellom de interne og eksterne verdsettelsene, samt avvik mellom de to eksterne verdsettelsene, er det omtrent ingen av selskapene som har gitt. Hvor store avvikene er, samt hvordan avvikene behandles er svært nyttig informasjon for brukerne.

Ideelt sett mener jeg det bør gis et sammendrag av den eksterne verdsettelsen, eller en avstemming som viser verdiene verdsetteren har kommet frem til og de bokførte verdiene. Dette er informasjon som er av stor relevans for brukerne, og som også anbefales av EPRA (2011). Hvilke firma som har foretatt verdsettelsen, honoraret til verdsetterne og om verdsettelsen er utført i samsvar med IVS, anbefaler også EPRA at det gis opplysninger om. De norske eiendomsselskapene har gitt opplysninger om hvilke firma som foretar verdsettelsen, men de har ikke gitt de andre opplysningene.

Når det gjelder de andre kravene i IAS 40 (ihht. vedlegg 1), så har disse generelt blitt relativt godt oppfylt. Det er et forhold mange av selskapene ikke har gitt noen opplysninger om, og det er begrensninger knyttet til realiserbarhet, leiebetalinger og avhendelsesvederlag. Det skal i henhold til IAS 40.75g opplyses «*om eventuell forekomst og omfang av begrensninger i investeringseiendommens realiserbarhet, eller begrensninger i leiebetalinger og avhendelsesvederlag*» (DnR 2011, s. 556). Siden ordlyden er «eventuell forekomst» tolker jeg det slik at selskapet også må opplyse om dette selv om de ikke har noen begrensninger (negativ bekreftelse). Det er imidlertid bare tre av selskapene som ga opplysninger knyttet til dette, og samtlige opplyste at de ikke hadde slike begrensninger.

EPRA's «Best Practices Recommendations» er som sagt utarbeidet for å få mer åpenhet i eiendomssektoren, og det er da ønskelig at flest mulig følger anbefalingene. Informasjon om eiendommene som areal, ledighet, beliggenhet og lignende, er nødvendig for at brukerne skal kunne gjøre seg opp en egen mening om markedsverdien. De norske selskapene har jevnt over gitt lite av informasjonen som er anbefalt av EPRA. Det er også få av selskapene som har oppgitt nøkkeltallene, som av EPRA (2011) anses å være av avgjørende betydning for investorer, og er med på å gjøre opplysningene mer konsekvente. De britiske selskapene har betydelig bedre informasjon om de ulike eiendommene, og gir tydelig uttrykk for å følge EPRA's anbefalinger. Det samme kan ikke sies om de norske selskapene.

Når det gjelder de britiske selskapene, forventet jeg i utgangspunktet at de ga bedre informasjon i forbindelse med verdsettelsen enn de norske selskapene. De britiske selskapene hadde imidlertid hverken gitt informasjon om metoden, forutsetningene eller sensitiviteten. De oppfyller da ikke notekravene i IAS 40, og heller ikke kravene i IAS 1 knyttet til estimeringsusikkerhet. Anbefalingene fra EPRA har de derimot oppfylt på en svært tilfredsstillende måte. Det at selskapene har gitt god informasjon om de ulike eiendommene gjør at brukerne vil ha et godt grunnlag for å kunne gjøre egne verdivurderinger.

Som jeg nevnte i avsnitt 2, ønsket jeg å se på årsrapporter fra 2010, 2011 og 2012, for å se om selskapene hadde forbedret seg de siste tre årene. Finanstilsynet har de siste årene hatt mer fokus på investeringseiendom. De utga i 2010 en rapport om verdsettelse av investeringseiendom. I tillegg har de gjort kontroller av enkelte av selskapene som har investeringseiendom, både i forhold til selve verdsettelsen og informasjonen som er gitt (Finanstilsynet 2011a, 2011b, 2011c). Jeg hadde derfor en teori om at dette ville gjøre at også selskapene fikk mer fokus på verdsettelsen og opplysningene knyttet til investeringseiendom, og at det igjen ville føre til forbedringer av noteinformasjonen i årsrapportene. Det har imidlertid vært svært få endringer i årsrapportene for de siste tre årene. De fleste ga den samme informasjonen hvert år. Det var heller ikke slik at det nødvendigvis ble gitt bedre informasjon i 2012 enn i 2010. For et par av selskapene var det faktisk omvendt. Det eneste selskapet som hadde gjort betydelige forbedringer var Olav Thon Eiendomsselskap. Dette henger nok sammen med at de fikk påpekt flere forhold

som trengte å forbedres av Finanstilsynet (2011a). Det virker derfor ikke som at Finanstilsynets fokus på investeringseiendommer har hatt noe vesentlig effekt på informasjonen som blir gitt av selskapene.

Jeg ønsket også å se om det kunne være noen forskjeller mellom forsikrings-selskapene og eiendomsselskapene i forhold til noteinformasjonen som ble gitt. Man skulle kanskje tro at eiendomsselskapene var flinkere til å gi god informasjon, siden mesteparten av balansen består av investeringseiendommer. Dette viste seg imidlertid ikke å være tilfellet. Flere av forsikrings-selskapene ga faktisk bedre informasjon knyttet til visse forhold. Storebrand og Gjensidige Forsikring var for eksempel de selskapene jeg mener ga best informasjon knyttet til verdsettelsesmetoden. Eiendomsselskapene ga imidlertid mer utfyllende informasjon knyttet til eiendommene i resten av årsrapporten, noe som anses ganske naturlig.

En observasjon jeg gjorde i forbindelse med gjennomgangen av årsrapportene, var at flere av selskapene har presentert informasjonen knyttet til investerings-eiendommer i mange forskjellige noter. Dette gjorde at det ble litt lite oversiktlig og lite brukervennlig. I mine øyne hadde det vært mest hensiktsmessig for brukeren om mesteparten av informasjonen faktisk sto i noten om investeringseiendom, eventuelt med henvisning til andre aktuelle noter. Noen av selskapet hadde kun avstemming mot den balanseførte verdien (ihht. IAS 40.76) i noten for investeringseiendom, mens informasjon om metode og forutsetninger var presentert i prinippnoten eller noten for estimatusikkerhet.

En annen ting som kan nevnes er at noen av årsrapportene ble avgitt relativt lang tid etter årsslutt. Verdien på investeringseiendommene i årsrapporten skal reflektere markedsverdien på eiendommene 31.12. Markedsverdier endres kontinuerlig, og verdien er sånn sett en «ferskvare». Det er da viktig at det ikke tar for lang tid før årsrapporten publiseres. KLP og Entra Eiendom publiserte ikke årsrapporten for 2012 før i begynnelsen av mai, og OTE publiserte den i slutten av april. Det kan ha skjedd store endringer i verdien i tiden mellom årsslutt og publiseringsdato. I kvartalsrapporten for første kvartal 2013 har for eksempel OTE gjort en verdiendring på 365 MNOK. Verdien i årsrapporten vil bli mindre relevant jo lenger tid det går før den publiseres.

Det overordnede inntrykket er at selskapene er svært tilbakeholdne med informasjon som er av avgjørende betydning for brukerne for å kunne forstå de vurderingene og forutsetningene som ligger til grunn. Kaldestad og Møller (2011) har observert at det, ved verdsettelse gjort av ulike takstmenn, er større variasjoner i de ulike forutsetningene som blir benyttet enn det er i selve taksten. Det kan derfor virke som det er en viss enighet blant takstmenn hva verdien på en eiendom er, og deretter korrigeres forutsetningene for å komme frem til denne verdien (Kaldestad og Møller 2011). Dette kan da være noe av forklaringen på hvorfor selskapene gir begrenset informasjon om hvordan forutsetningene er fastsatt.

IFRS 13 *Fair Value Measurement* vil være gjeldende fra 1. januar 2013. Standarden medfører betydelig økte opplysningskrav for ikke-finansielle eiendeler som måles til virkelig verdi hver periode, slik som investeringseiendom. Det blir derfor interessant å se om den nye standarden vil medføre at brukernes informasjonsbehov blir bedre ivaretatt enn det er i dag.



## 7.2 Konklusjon

Brukerne av regnskapet er avhengig av konkret informasjon, både om modellen og forutsetningene, for å kunne få en forståelse for de vurderingene som er gjort av selskapet. Skjulte antagelser bør holdes til et minimum. I en spørreundersøkelse utført av KFI uttrykte analytikere at virkelig verdi generelt ble benyttet i liten grad i deres analyser. Dette kan muligens ses i sammenheng med at de også ga uttrykk for at forutsetningene som ligger til grunn for beregningen anses å være uklare.

I henhold til IAS 40.75d skal det opplyses «*om de metodene og betydelige forutsetninger som er benyttet ved fastsettelsen av den virkelige verdien av investeringseiendom (...)*» (DnR 2011, s. 556). Formuleringen er relativt generell, og det vil derfor bli en subjektiv vurdering om selskapene kan anses å ha oppfylt kravet eller ikke.

Gjennomgangen av årsregnskapene har vist at informasjonen som gis av selskapene er av en svært generell karakter, både i forhold til verdsettelsesmetode og forutsetninger. Selskapene opplyser at de benytter neddiskonterte kontantstrømmer, men gir lite eller ingen informasjon om hvordan modellen er bygget opp og hvordan terminalverdien fastsettes. De opplyser som regel hvilke forutsetninger som er hensyntatt i verdsettelsen, men det gis svært begrenset informasjon om hvordan disse er fastsatt og tallmessige verdier på forutsetningene.

Jeg er av den oppfatning at alle selskapene har betydelige mangler i forhold til informasjon om hvordan forutsetningene som ligger til grunn for beregningen er fastsatt. Det er også gitt mangelfull beskrivelse av verdsettelsesmetoden. Brukerne av regnskapet får etter min mening ikke god nok informasjon til å kunne få en forståelse for de vurderinger som er gjort. Jeg mener derfor at de norske børsnoterte selskapene ikke kan anses å ha gitt tilstrekkelig noteinformasjon om verdsettelsen til virkelig verdi.

## Referanseliste

- Bernhoft, Anne-Cathrine, red. 2008. *Internasjonale regnskapsstandarder : en presentasjon av IFRS*. 3. utg. Oslo: DnR forlaget.
- Bonham, Mike et al. 2011. *International GAAP 2011: generally accepted accounting practice under International Financial Reporting Standards*. Vol. 1. Chichester: Wiley.
- Castellum. 2011. "Castellum Annual Report 2010" Hentet 20. Juni 2013. [http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2010/Engelsk/castellum\\_ar\\_2010/castellum-filer/pdf/Castellum\\_AR\\_2010\\_Eng.pdf](http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2010/Engelsk/castellum_ar_2010/castellum-filer/pdf/Castellum_AR_2010_Eng.pdf).
- . 2012. "Castellum Annual Report 2011" Hentet 20. Juni 2013. [http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2011/Engelsk/castellum\\_ar\\_2011/castellum-filer/pdf/Castellum\\_AR\\_2011\\_Eng.pdf](http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2011/Engelsk/castellum_ar_2011/castellum-filer/pdf/Castellum_AR_2011_Eng.pdf).
- . 2013. "Castellum Annual Report 2012" Hentet 20. Juni 2013. [http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2012/Engelska/castellum\\_ar\\_2012/castellum-filer/pdf/Castellum\\_AR\\_2012\\_Eng.pdf](http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2012/Engelska/castellum_ar_2012/castellum-filer/pdf/Castellum_AR_2012_Eng.pdf).
- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Deloitte. 2012. "Going for gold EPRA Annual Report Survey 2011/12" Hentet 31. Januar 2013. [http://www.epra.com/media/EPRA\\_Deloitte\\_BPR\\_awards\\_report\\_1347281187297.pdf](http://www.epra.com/media/EPRA_Deloitte_BPR_awards_report_1347281187297.pdf).
- . 2013. "IFRS 13 Fair Value Measurement" Hentet 3. mars 2013. [http://www.deloitte.com/view/no\\_NO/no/innsikt/nyhetsbrev/ifrsnyhetsbrev/7c1964e005d3c310VgnVCM3000003456f70aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/no_NO/no/innsikt/nyhetsbrev/ifrsnyhetsbrev/7c1964e005d3c310VgnVCM3000003456f70aRCRD.htm).
- Derwent London. 2011. "Derwent London plc - Report & Accounts 2010" Hentet 8. April 2013. <http://derwent.hsprod.investis.com/pdf/ar2010.pdf>.
- . 2012. "Derwent London plc - Report & Accounts 2011" Hentet 8. April 2013. <http://www.derwentannualreport2011.com/>.
- . 2013. "Derwent London plc - Report & Accounts 2012" Hentet 7. Mai 2013. [http://www.derwentlondon.com/assets/uploads/pdf/Derwent\\_Annual\\_Report\\_2012.pdf](http://www.derwentlondon.com/assets/uploads/pdf/Derwent_Annual_Report_2012.pdf).
- DNB. 2011. "Årsrapport 2010 DnB Nor" Hentet 8. Januar 2013. [https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/om-oss/resultater/2010/dnbnor\\_aarsrapport2010.pdf?popup=true](https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/om-oss/resultater/2010/dnbnor_aarsrapport2010.pdf?popup=true).
- . 2012. "Årsrapport 2011 DNB-Konsernet" Hentet 8. Januar 2013. <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/om-oss/resultater/2011/dnb-konsern-aarsrapport-2011.pdf?popup=true>.
- . 2013. "Årsrapport 2012 DNB-Konsernet" Hentet 17. Mars 2013. <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/om-oss/resultater/2012/konsern-aarsrapport-dnb-2012.pdf?popup=true>.
- DnR (den norske revisorforening), red. 2011. *IFRS på norsk : forskrift om internasjonale regnskapsstandarder*. 4. utg. Oslo: Den norske revisorforening.
- Entra. 2011. "Årsrapport 2010" Hentet 12. Mars 2013. <http://www.entra.no/Global/Entra.no/Finans/%c3%85rsrapporter/Aarsrapport%202010.pdf>.

- 
- . 2012. "2011 Årsrapport" Hentet 12. Mars 2013.  
[http://www.entra.no/Global/Entra.no/%c3%85rsrapporter/2011/Entra\\_%c3%a5rsrapport\\_2011\\_WEB.pdf](http://www.entra.no/Global/Entra.no/%c3%85rsrapporter/2011/Entra_%c3%a5rsrapport_2011_WEB.pdf).
- . 2013. "Årsrapport 2012" Hentet 2. Mai 2013.  
[http://entra.no/Global/Entra.no/%c3%85rsrapporter/2012/Entra\\_%c3%a5rsrapport\\_2012.pdf](http://entra.no/Global/Entra.no/%c3%85rsrapporter/2012/Entra_%c3%a5rsrapport_2012.pdf).
- EPRA (European Public Real Estate Association). 2011. "Best Practices Recommendations" Hentet 7. november 2012.  
[http://www.epra.com/media/EPRA\\_BPR\\_2011.pdf](http://www.epra.com/media/EPRA_BPR_2011.pdf).
- Ernst & Young. 2011. "IFRS 13 Fair value measurement - 21st century real estate values - Implications for the real estate and construction industries" Hentet 7. februar 2013.  
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS\\_13\\_fair\\_value\\_measurement\\_real\\_estate/\\$FILE/IFRS\\_13\\_fair\\_value\\_measurement\\_real\\_estate\\_values\\_GL\\_IFRS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_13_fair_value_measurement_real_estate/$FILE/IFRS_13_fair_value_measurement_real_estate_values_GL_IFRS.pdf).
- . 2012. "Surveying IFRS for real estate - current issues and financial statements survey 2010/2011" Hentet 12. februar 2013.  
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Surveying\\_IFRS/\\$FILE/Surveying\\_IFRS\\_for\\_real\\_estate.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Surveying_IFRS/$FILE/Surveying_IFRS_for_real_estate.pdf).
- Finanstilsynet. 2010. "Verdsettelse av investeringseiendom - finanstilsynets observasjoner og vurderinger" Hentet 7. november 2012.  
[http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt\\_vedlegg/2010/4\\_kvartal/Verdsettelse\\_av\\_investeringseiendom.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2010/4_kvartal/Verdsettelse_av_investeringseiendom.pdf).
- . 2011a. "Kontroll av finansiell rapportering - Olav Thon Eiendomsselskap ASA" Hentet 26. Februar 2013.  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2011/Kontroll-av-finansiell-rapportering---Olav-Thon-Eiendomsselskap-ASA/>.
- . 2011b. "Kontroll av finansiell rapportering (DnB NOR ASA)".  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2011/Kontroll-av-finansiell-rapportering/>.
- . 2011c. "Kontroll av finansiell rapportering (Storebrand ASA)" Hentet 26. Februar 2013.  
<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2011/Kontroll-av-finansiell-rapportering5/>.
- Gjensidige. 2011. "Årsrapport 2010" Hentet 8. Januar 2013.  
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/14/69/79/wkr0001.pdf>.
- . 2012. "Årsrapport 2011" Hentet 8. Januar 2013.  
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/19/6E/AE/wkr0010.pdf>.
- . 2013. "Årsrapport 2012" Hentet 28. April 2013.  
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/1E/91/06/wkr0010.pdf>.
- Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verddivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hammerson. 2010. "Summery Valuation Reports 2010" Hentet 4. Juni 2013.  
<http://www.hammerson.com/investors/reports/summary-valuation-reports-2010/>.
- . 2011. "Annual Report 2010" Hentet 8. April 2013.  
<http://b2de0febdea80fa78eb4-5cad31df697fe43d78c0459eba68b1d4.r36.cf3.rackcdn.com/wp-content/uploads/2013/02/1612DS-full-annual-report-2010-original.pdf>.
- . 2012a. "Hammerson plc - Innovation with imagination - Annual Report 2011" Hentet 8. April 2013.
-

- [http://reports.hammerson.com/2011/\\_assets/downloads/Hammerson\\_AR\\_2011.pdf](http://reports.hammerson.com/2011/_assets/downloads/Hammerson_AR_2011.pdf).
- . 2012b. "Summary Valuation Reports" Hentet 4. Juni 2013. <http://www.hammerson.com/investors/reports/summary-valuation-reports/>.
- . 2013. "Hammerson plc Annual Report 2012" Hentet 8. April 2013. [http://b2de0febdea80fa78eb4-5cad31df697fe43d78c0459eba68b1d4.r36.cf3.rackcdn.com/wp-content/uploads/2013/04/1208BF-hammerson\\_ar\\_2012-original.pdf](http://b2de0febdea80fa78eb4-5cad31df697fe43d78c0459eba68b1d4.r36.cf3.rackcdn.com/wp-content/uploads/2013/04/1208BF-hammerson_ar_2012-original.pdf).
- Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- KLP. 2011. "KLP Årsrapport 2010" Hentet 14. Mars 2013. [https://www.klp.no/polopoly\\_fs/1.9453.1359480177!/menu/standard/file/klp\\_aarsrapport\\_2010.pdf](https://www.klp.no/polopoly_fs/1.9453.1359480177!/menu/standard/file/klp_aarsrapport_2010.pdf).
- . 2012. "KLP Årsrapport 2011" Hentet 14. Mars 2013. [https://www.klp.no/polopoly\\_fs/1.14038.1359535191!/menu/standard/file/KLP\\_aarsrapport\\_2011\\_web.pdf](https://www.klp.no/polopoly_fs/1.14038.1359535191!/menu/standard/file/KLP_aarsrapport_2011_web.pdf).
- . 2013. "KLP Årsrapport 2012" Hentet 8. Mai 2013. [https://www.klp.no/polopoly\\_fs/1.22562.1367998403!/menu/standard/file/KLP\\_%C3%A5rsrapport%202012\\_web.pdf](https://www.klp.no/polopoly_fs/1.22562.1367998403!/menu/standard/file/KLP_%C3%A5rsrapport%202012_web.pdf).
- Kvifte, Steinar Sars og Atle Johnsen. 2008. *Konseptuelle rammeverk for regnskap*. Oslo: Den norske revisorforening.
- Larsson, Eirik. 2009. "IFRS i eiendomsbransjen." I *IFRS i Norge - Tema- og bransjeartikler*, redigert av Steinar Sars Kvifte, 743-755. Oslo: Ernst & Young.
- Løken, Knut og Jarle Norman Hansen. 2007. "Regnskapsanalyse for eiendomsselskaper." *Praktisk økonomi og finans*, 2007 (2): 59-66.
- Madsen, Robert og Bjarne Møller. 2013. "Ny IFRS standard for måling av virkelig verdi." *Praktisk økonomi og finans*, 2013 (1): 15-32.
- NFF (Norske Finansanalytikerforening). 2009. "NFFs Komite for Finansiell Informasjon: Uttalelse 2009" Hentet 11. mars 2013. [http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl\\_pdffiler/KFI/KFI-uttalelse\\_2009.pdf](http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl_pdffiler/KFI/KFI-uttalelse_2009.pdf).
- . 2012. "NFFs Komite for Finansiell Informasjon: Uttalelse 2012" Hentet 11. mars 2013. [http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl\\_pdffiler/KFI/KFI-uttalelse\\_2012.pdf](http://www.finansanalytiker.no/innhold/bibl_pdffiler/KFI/KFI-uttalelse_2012.pdf).
- NLP (Northern Logistic Property). 2011. "Annual Report 2010" Hentet 8. Januar 2013. <http://hugin.info/137677/R/1507397/442220.pdf>.
- . 2012. "Annual Report 2011" Hentet 8. Januar 2013. <http://hugin.info/137677/R/1603089/512613.pdf>.
- NPRO (Norwegian Property). 2011. "Norwegian Property :: årsrapport 2010" Hentet 8. Januar 2013. <http://www.norwegianproperty.no/rapportering>.
- . 2012. "Norwegian Property :: årsrapport 2011" Hentet 8. Januar 2013. <http://www.norwegianproperty.no/rapportering>.
- . 2013. "Norwegian Property :: årsrapport 2012" Hentet 8. April 2013. <http://www.norwegianproperty.no/rapportering>.
- Oslo Børs. 2012. "Kurser og marked / Aksjer / Alle aksjer" Hentet 31. desember 2012. [http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockList?newt\\_menuCtx=1.1](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockList?newt_menuCtx=1.1).
- OTE (Olav Thon Eiendomsselskap). 2011. "Årsrapport 2010" Hentet 8. Januar 2013.

- <http://www.olt.no/Documents/%c3%85rsrapporter/%c3%85rsrapport%20OTE%202010.pdf>.
- . 2012. "Årsrapport 2011" Hentet 8. Januar 2013. [http://www.olt.no/Global/OLT/Rapport-OTE-2011/OTE\\_Aarsrapport\\_2011-4.pdf](http://www.olt.no/Global/OLT/Rapport-OTE-2011/OTE_Aarsrapport_2011-4.pdf).
- . 2013. "Årsrapport 2012" Hentet 28. April 2013. <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=326146>.
- Penman, Stephen H. 2007. *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin.
- RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors). 2012. "About the RICS "Red Book" 2012" Hentet 4. Juni 2013. <http://www.rics.org/no/about-rics/what-we-do/setting-standards/rics-red-book---global-edition/>.
- Segro. 2011. "Annual Report 2010 - Creating value through operational delivery" Hentet 8. April 2013. [http://www.segro.com/images/2010\\_Annual\\_Report\\_and\\_Accounts.pdf](http://www.segro.com/images/2010_Annual_Report_and_Accounts.pdf).
- . 2012. "Transforming Segro's Performance - Annual Report and Accounts 2011" Hentet 8. April 2013. <http://www.segro.com/33900/51593/Annual-Report-2011.pdf>.
- . 2013. "2012 Annual Report & Accounts" Hentet 8. April 2013. [http://www.segro.com/global/images/43430/81127/SEGRO\\_AR\\_2012.pdf](http://www.segro.com/global/images/43430/81127/SEGRO_AR_2012.pdf).
- Steen & Strøm. 2011. "Årsregnskap 2010" Hentet 14. Mai 2013. <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=279681>.
- . 2012. "Annual Report 2011" Hentet 14. Mai 2013. <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=305861>.
- . 2013. "Annual Report 2012" Hentet 14. Mai 2013. <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=326893>.
- Stenheim, Tonny. 2008. "Virkelig verdi - et utfordrende måleattributt." *Magma*, 2008 (2): s. 101-108.
- . 2010. "Konservativ regnskapsrapportering - et forlatt prinsipp?" *Praktisk økonomi og finans*, 2010 (1): 17-26.
- Storebrand. 2011. "Årsrapport 2010 Storebrand ASA" Hentet 8. Januar 2013. [http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Get/get770f24104acf51bf71499aea7571127f/\\$FILE/2010AarArsrapport.pdf](http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Get/get770f24104acf51bf71499aea7571127f/$FILE/2010AarArsrapport.pdf).
- . 2012. "Årsrapport 2011" Hentet 8. Januar 2013. [http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Get/get5469bff3fd7f8445899c6b13dd158e8c/\\$FILE/storebrand\\_arsrapport.pdf](http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Get/get5469bff3fd7f8445899c6b13dd158e8c/$FILE/storebrand_arsrapport.pdf).
- . 2013. "Årsrapport Storebrand ASA 2012" Hentet 20. Mars 2013. [http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Get/getaedfab9cc97e0225b3ff63015e87db67/\\$FILE/Aarsrapport-Storebrand-ASA-2012.pdf](http://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Get/getaedfab9cc97e0225b3ff63015e87db67/$FILE/Aarsrapport-Storebrand-ASA-2012.pdf).
- Tribona. 2013a. "Annual Report 2012" Hentet 8. April 2013. <http://hugin.info/137677/R/1687445/555777.pdf>.
- . 2013b. "Tribona ASA: Approval of Tribona AB's listing on the Nasdaq OMX Stockholm and the approval and registration of prospectus" Hentet 8. Mai 2013. <http://investors.tribona.se/investors-and-media/press-release/?xml=http%3A%2F%2Fcws.huginonline.com%2FT%2F137677%2FPR%2F201304%2F1697266.xml>.
- Woxholt, Henrik, Eivind Skaug og Bjørn Gjøystdal. 2011. "IFRS 13: Måling av virkelig verdi." *Revisjon og regnskap*, 2011 (6): 45-48.

## Vedlegg

### Vedlegg 1: Noteopplysninger ihht. IAS 40

	Noteopplysninger	Henvisning
1)	Oppløse om selskapet anvender virkelig verdi modellen eller anskaffelseskostmodellen	IAS 40.75 a
2)	Dersom virkelig verdi modellen benyttes, om og under hvilke omstendigheter eiendomsinteresser som innehas i henhold til operasjonelle leieavtaler, er klassifisert og regnskapsført som investeringseiendom	IAS 40.75 b
3)	Når klassiferingen er vanskelig, om hvilke kriterier som benyttes av foretaket for å skille investeringseiendom fra eierbenyttet eiendom og fra eiendom som holdes for salg som en del av ordinær virksomhet	IAS 40.75 c
4)	Om de metodene og betydelige forutsetningene som er benyttet ved fastsettelse av den virkelige verdien av investeringseiendom	IAS 40.75 d
a)	Oppløsninger ved bruk av kontantstrømmodellen: Lengde på prognoseperiode Fastsettelse av sluttverdi Vekstfaktor	Finanstilsynet (2011)
b)	Oppløsninger om forventet fremtidig markedsleie	Finanstilsynet (2010)
c)	Oppløsninger om prognosemetode for kostnader	NFF (2009)
d)	Oppløsninger om avkastningskrav (for hvert eiendomssegment): Nivåer på variablene som påvirker avkastningskravet Hvilke avkastningskrav som er benyttet	Finanstilsynet (2011)
5)	En uttalelse om hvorvidt fastsettelse av virkelig verdi ble underbygd av markedsdokumentasjon eller om den i større grad var basert på andre faktorer (som foretaket skal oppløse om) på grunn av eiendommens art og mangel på sammenlignbar markedsinformasjon	IAS 40.75 d
6)	Ekstern verdsettelse:	
a)	Hvorvidt og i hvilket omfang den virkelige verdien er basert på en verdsettning foretatt av en uavhengig takstmann. Dersom det ikke har blitt benyttet en uavhengig takstmann skal det altså også oppløses om dette.	IAS 40.75 e
b)	Metode ved avvik mellom eksterne og interne verdsettelses	Finanstilsynet (2011)
7)	Hvilke beløp som er innregnet i resultatet for:	IAS 40.75 f
a)	Leieinntekt fra investeringseiendommen	i)
b)	Direkte driftskostnader (herunder reparasjoner og vedlikehold) knyttet til en investeringseiendom som genererte leieinntekt i løpet av perioden	ii)
c)	Direkte driftskostnader (herunder reparasjoner og vedlikehold) knyttet til en investeringseiendom som ikke genererte leieinntekt i løpet av perioden	iii)
8)	Om eventuell forekomst og omfang av begrensninger i investeringseiendommens realiserbarhet, eller begrensninger i leiebetalinger og avhendelsesvederlag	IAS 40.75 g
9)	Om kontraktmessige plikter til å kjøpe, bygge eller utvikle investeringseiendom eller til reparasjoner, vedlikehold eller utbedringer	IAS 40.75 h
10)	Avstemming mellom de balanseførte verdiene av investeringseiendom i begynnelsen og i slutten av perioden, som viser følgende:	IAS 40.76
a)	Tilganger, både som følge av anskaffelser og som følge av påkostninger	IAS 40.76 a)
b)	Tilganger som er resultatet av anskaffelser i forbindelse med virksomhetssammenslutninger	IAS 40.76 b)
c)	Eiendeler klassifisert som holdt for salg eller inkludert i en avhendingsgruppe klassifisert som holdt for salg i samsvar med IFRS 5, samt andre avhendinger	IAS 40.76 c)
d)	Netto gevinster eller tap ved justering av virkelig verdi	IAS 40.76 d)
e)	Netto valutadifferanser	IAS 40.76 e)
f)	Overføringer til og fra beholdninger og til og fra eierbenyttet eiendom	IAS 40.76 f)
g)	Andre endringer	IAS 40.76 g)
11)	Et foretak skal oppløse om sine forutsetninger for framtiden og andre viktige kilder til estimeringsusikkerhet som innebærer en betydelig risiko for en vesentlig justering av den balanseførte verdien. Opplysningene skal presenteres på en måte som hjelper brukere av finansregnskapet til å forstå ledelsens vurderinger. For eksempel kan det oppløses om de balanseførte verdiens sensitivitet overfor metodene, forutsetningene og estimatene som ligger til grunn for beregningen av dem, herunder årsakene til sensitiviteten	IAS 1.125 og 1.129

**Vedlegg 2: Opplysninger ihht. EPRA's anbefalinger**

	<b>EPRA's anbefalinger</b>	<b>Henvvisning</b>
12)	Årsrapport tilgjengelig på engelsk	EPRA BPR 2.2
13)	Tabell med: a) EPRA Earnings b) EPRA NAV c) EPRA NNNAV d) EPRA NIY e) EPRA topped-up NIY f) EPRA Vacancy Rate	EPRA BPR 3. EPRA BPR 3.1 EPRA BPR 3.2 EPRA BPR 3.3 EPRA BPR 3.4 EPRA BPR 3.4 EPRA BPR 3.5
14)	Ekstern verdsetter: a) Årlig ekstern verdsettelse av hele eiendomsporteføljen b) Oppgi navn på firma som har foretatt verdsettelsen c) Verdsettelse i henhold til International Valuation Standards (IVS) d) Opplyse om grunnlaget for verdsetteren sitt honorar e) Oppgi enten et sammendrag av verdsettelsesrapporten eller en tabell som avstemmer beløpene som verdsetteren har kommet frem til og de som er benyttet i regnskapet	EPRA BPR 4.2
15)	Opplysninger knyttet til investeringseiendommer (delt inn i f.eks. hensiktsmessig sektor, region eller by) : a) Areal i kvadratmeter ved årsslutt b) Gjennomsnittlig leie per kvadratmeter ved årsslutt c) Annualisert leie basert på kontraktsleie ved årsslutt d) Markedsleie forutsatt at eiendommene er fullt utleid ved årsslutt e) Netto leieinntekt for perioden f) Markedsverdi g) Ledighet h) Analyse av leieavtalenes utløpsprofil i) Topp 10 leietakere etter leieinntekt j) Leieinntekt delt opp i leietakernes bransje	EPRA BPR 4.3
16)	En liste over de største eiendommene som de eier (ferdigstilte), som inkluderer denne informasjonen for hver enkelt av dem: a) Beliggenhet b) Landareal c) Utleieareal d) Type eiendom (kontor, lager etc.) e) Ledighet f) Oppkjøpstidspunktet g) Prosentdel av eierskap h) Type eierskap i) Årstall for ferdigstilling/større oppussing	EPRA BPR 4.3
17)	Opplysninger knyttet til investeringseiendommer under utvikling (delt inn i f.eks. hensiktsmessig sektor, region eller by) : a) Utviklingskostnader, inkludert påløpte kostnader (med en avstemming til de balanseførte verdiene) og estimerte kostnader til ferdigstilling b) Estimert utleieverdi ved ferdigstilling basert på nåværende markedsleie c) Andel av utviklingsprosjektet som har vært utleid på balansedagen d) Oversikt over leieareal brutt ned på regioner og bruk	EPRA BPR 4.4
18)	For hver enkelt vesentlig investeringseiendom under utvikling bør det opplyses om følgende : a) Opplysningene i punkt 17 b) Beliggenhet c) Type eiendom (kontor, lager etc.) d) Utleieareal e) Forventet dato for ferdigstilling f) Prosentdel av eierskap g) Status (byggetillatelse/under bygging/utleie status etc.)	EPRA BPR 4.4
19)	Opplyse om "like-for-like net rental growth" (sammenligner veksten i netto leieinntekt for porteføljen som har vært gjennomgående i drift, og ikke under utvikling, i de to foregående periodene som er beskrevet).	EPRA BPR 4.5

**Vedlegg 3: Oversikt over selskapene i populasjonen og utvalget**

Selskap	Bokføringsmetode	Bokført verdi 31.12.12	Balansesum 31.12.12	% av balansesum	Valuta (mill)
DNB	Virkelig verdi	39 496	2 264 845	1,74 %	NOK
Gjensidige Forsikring	Virkelig verdi	4 627	94 207	4,91 %	NOK
KLP	Virkelig verdi	32 322	331 783	9,74 %	NOK
Storebrand	Virkelig verdi	28 723	420 182	6,84 %	NOK
Entra Eiendom	Virkelig verdi	22 203	25 711	86,35 %	NOK
Tribona	Virkelig verdi	6 272	6 717	93,38 %	SEK
Norwegian Property	Virkelig verdi	14 113	16 092	87,70 %	NOK
Olav Thon Eiendomsselskap	Virkelig verdi	30 490	32 772	93,04 %	NOK
Steen & Strøm	Virkelig verdi	29 761	31 282	95,14 %	NOK
RomReal	Virkelig verdi	31	35	88,79 %	EUR
Storm Real Estate	Virkelig verdi	103	144	71,32 %	USD
Derwent London	Virkelig verdi	2 773	2 936	94,42 %	GBP
Hammerson	Virkelig verdi	5 458	6 406	85,20 %	GBP
Segro	Virkelig verdi	3 796	4 647	81,67 %	GBP
Castellum	Virkelig verdi	36 328	36 631	99,17 %	SEK



### Vedlegg 4: Grunnlag og forutsetninger for analyse av verdiendringer

	Entra Eiendom				Norwegian Property				Tribona				Olav Thon Eiendomsselskap			
	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %
Q4 2012	22 203	234	1,06 %	234	14 113	139	0,99 %	139	6 272	-6	-0,10 %	-6	30 490	744	2,50 %	744
Q3 2012	22 360	23	0,10 %	23	14 319	-210	-1,45 %	-210	6 248	6	0,10 %	6	29 241	-182	-0,62 %	-182
Q2 2012	22 101	-90	-0,41 %	-90	14 413	1	0,00 %	1	6 215	-1	-0,02 %	-1	29 172	124	0,43 %	124
Q1 2012	21 526	-38	-0,17 %	-38	14 311	0	0,00 %	0	6 174	-12	-0,19 %	-12	28 722	216	0,76 %	216
Q4 2011	21 844	3	0,02 %	3	13 561	-217	-1,57 %	-217	6 170	21	0,34 %	21	28 303	92	0,33 %	92
Q3 2011	21 393	-89	-0,41 %	-89	15 608	25	0,16 %	25	5 229	3	0,06 %	3	28 100	-57	-0,20 %	-57
Q2 2011	21 220	486	2,34 %	486	15 415	146	0,96 %	146	5 180	-1	-0,02 %	-1	27 806	362	1,32 %	362
Q1 2011	20 596	232	1,14 %	232	15 228	328	2,20 %	328	5 327	-	0,00 %	-	27 289	159	0,59 %	159
Q4 2010	20 061	99	0,50 %	99	14 863	-36	-0,24 %	-36	5 285	45	0,86 %	45	27 003	515	1,94 %	515
Q3 2010	19 465	282	1,47 %	282	14 848	45	0,30 %	45	5 248	34	0,66 %	34	26 196	139	0,53 %	139
Q2 2010	19 025	-51	-0,27 %	-51	23 730	115	0,49 %	115	5 020	197	4,07 %	197	26 010	256	0,99 %	256
Q1 2010	19 799	194	0,99 %	194	23 612	47	0,20 %	47	4 754	11	0,22 %	11	25 506	117	0,46 %	117
<b>KLP</b>																
	Gjensidige				KLP				DNB Livsforsikring				Storebrand Livsforsikring			
	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %	BV UB	Verdiendring	Endring i %	Endring i %
Q4 2012	4 627	-214	-4,43 %	-214	32 322	-21	-0,06 %	-21	37 968	69	0,18 %	69	28 723	-167	-0,58 %	-167
Q3 2012	4 709	-	0,00 %	-	31 004	-86	-0,28 %	-86	39 935	-8	-0,02 %	-8	28 482	-33	-0,12 %	-33
Q2 2012	4 717	-	0,00 %	-	30 998	134	0,43 %	134	40 396	42	0,10 %	42	28 367	-360	-1,25 %	-360
Q1 2012	3 885	17	0,43 %	17	29 955	9	0,03 %	9	37 764	70	0,19 %	70	29 144	-140	-0,48 %	-140
Q4 2011	5 248	5	0,09 %	5	28 726	17	0,06 %	17	37 632	227	0,61 %	227	28 735	-80	-0,28 %	-80
Q3 2011	5 160	14	0,27 %	14	28 106	47	0,17 %	47	37 494	405	1,09 %	405	28 622	-72	-0,25 %	-72
Q2 2011	5 992	24	0,40 %	24	26 812	193	0,73 %	193	36 143	235	0,65 %	235	28 244	213	0,76 %	213
Q1 2011	5 922	42	0,71 %	42	26 598	153	0,58 %	153	36 034	79	0,22 %	79	27 491	204	0,75 %	204
Q4 2010	5 900	30	0,51 %	30	26 105	274	1,06 %	274	35 960	300	0,84 %	300	27 059	36	0,13 %	36
Q3 2010	5 829	3	0,05 %	3	25 621	696	2,79 %	696	33 784	8	0,02 %	8	26 149	3	0,01 %	3
Q2 2010	5 783	-37	-0,64 %	-37	24 421	175	0,72 %	175	33 327	28	0,08 %	28	24 785	4	0,02 %	4
Q1 2010	5 819	4	0,07 %	4	24 188	446	1,88 %	446	33 000	5	0,02 %	5	24 454	7	0,03 %	7

Kilde: Kvartalsrapporter til de ulike selskapene hentet fra deres hjemmesider

For å komme frem til prosentvis endring per kvartal, har jeg benyttet denne formelen:

Verdiendring i kvartalet

---

Bokført verdi på slutten av kvartalet – verdiendring i kvartalet

Det var noe utfordrende å finne verdiendringen i forsikringsselskapenes kvartalsrapporter, da investeringseiendom er en veldig liten andel av balansen, slik at det ikke alltid var en egen note for investeringseiendom. Verdiendringen sto heller ikke på egen linje i resultatregnskapet, slik som hos eiendomsselskapene. Jeg klarte imidlertid å finne verdiendringen i de fleste kvartalene, ved at det ofte var nevnt i teksten eller at det var gitt noe noteinformasjon. Jeg må likevel ta forbehold om at det kan være feil i tallmaterialet jeg har brukt i analysen.

Var det for eksempel et kvartal der verdiendringen ikke var oppgitt, har jeg gått ut i fra verdiendringen for hele året som var oppgitt i årsrapporten, og antatt at differansen skyldes verdiendringen i kvartalet som jeg manglet tall informasjon for. Dette trenger imidlertid ikke være riktig, men på årsbasis stemmer tallene med årsrapporten.

Dersom det har vært avvik mellom bokført verdi fjerde kvartal og årsrapporten, har jeg gått ut i fra verdien som er oppgitt i årsrapporten. Det har også hendt at verdiendringen per kvartal ikke summerer seg opp til det samme som det som er oppgitt i årsrapporten. Da har jeg antatt at det har skyltes endringer i forbindelse med utarbeidelsen av årsrapporten, og har satt differansen på fjerde kvartal.

DNB Livsforsikring hadde ikke oppgitt verdiendringen knyttet til eiendommene i kvartalsrapportene. Det fremgikk imidlertid både i DNB Konsern og DNB Bank sine kvartalsrapporter. Siden det bare er DNB Bank og DNB Livsforsikring som har investeringseiendom, så skal differansen mellom DNB Konsern og DNB Bank tilsvare verdiendringen i DNB Livsforsikring. Verdiendringen per år er avstemt mot årsrapporten til DNB Livsforsikring.

Det kan også nevnes at Tribona endret regnskapsvaluta fra NOK til SEK i 2012. Dette vil ikke ha noe effekt for den prosentvise endringen.

De britiske selskapene gir ikke ut kvartalsrapporter – kun halvårsrapporter. Ellers er analysen gjort på samme måte som for de norske selskapene. Grunnlaget for analysen av de britiske selskapene er presentert under.

**Derwent London**

	BV UB	Verdiendring	Endring i %
H2 2012	2 773	103	3,84 %
H1 2012	2 566	72	2,88 %
H2 2011	2 445	41	1,70 %
H1 2011	2 497	117	4,93 %
H2 2010	2 389	102	4,45 %
H1 2010	2 119	200	10,41 %

**Hammerson**

	BV UB	Verdiendring	Endring i %
H2 2012	5 458	72	1,33 %
H1 2012	4 978	-22	-0,44 %
H2 2011	5 720	65	1,15 %
H1 2011	5 847	121	2,12 %
H2 2010	5 331	188	3,66 %
H1 2010	5 355	259	5,08 %

**Segro**

	BV UB	Verdiendring	Endring i %
H2 2012	3 796	-410	-9,76 %
H1 2012	3 843	127	3,42 %
H2 2011	4 317	-237	-5,20 %
H1 2011	4 596	-36	-0,77 %
H2 2010	4 498	-32	-0,71 %
H1 2010	4 537	65	1,44 %

*Kilde: halvårsrapporter og årsrapporter til selskapene hentet fra deres hjemmesider*

***Vedlegg 5: Beskrivelse av EPRA's nøkkeltall***

EPRA (2011) anbefaler at selskapene har en «summary table» på en fremtredende plass i årsrapporten, som viser «EPRA Performance Measures (EPM)». De består av:

- EPRA Earnings
- EPRA NAV
- EPRA NNAV
- EPRA Net Initial Yield (NIY)
- EPRA “topped-up” NIY
- EPRA Vacancy Rate

Under blir hver av disse nøkkeltallene omtalt (kilde: EPRA BPR 2011).

***EPRA Earnings***

Formålet med nøkkeltallet er å gi informasjon om selskapets underliggende driftsresultat fra utleievirksomheten av eiendommene, og en indikasjon på i hvilken grad nåværende utbyttebetalinger støttes av inntjeningen. Urealiserte verdiendringer, gevinst eller tap ved salg av eiendommer og enkelte andre elementer gir ikke nødvendigvis et riktig bilde av selskapets underliggende drift. Det er derfor anbefalt at eiendomsselskapene oppgir EPRA Earnings, og viser en tabell som den under.

<b>EPRA Earnings &amp; Earnings Per Share</b>	TNOK e.l.
<b>Resultat ifølge resultatregnskapet</b>	<b>xxx</b>
Justeringer for å kalkulere EPRA Earnings. Ekskludere:	
(i) Endringer i verdien av investeringseiendommer, utviklingseiendommer holdt for investering og andre interesser	x
(ii) Gevinst eller tap ved salg av investeringseiendommer, utviklingseiendommer holdt for investering og andre interesser	x
(iii) Gevinst eller tap ved salg av eiendom som holdes for salg som en del av ordinær virksomhet inkludert nedskrivninger som er gjort	x
(iv) Skatt på gevinst eller tap ved salg	x
(v) Negativ goodwill / goodwill nedskrivninger	x
(vi) Endringer i virkelig verdi av finansielle instrumenter og tilhørende "close-out" kostnader	x
(vii) Anskaffelseskostnader for aksjer og ikke-kontrollerende "joint venture" interesser	x
(viii) Utsatt skatt i forbindelse med EPRA justeringer	x
(ix) Justeringer (i) til (viii) ovenfor med hensyn til "joint ventures" (med mindre de allerede er inkludert under proporsjonal konsolidering)	x
(x) Minoritetsinteresser i forhold til ovennevnte punkter	x
<b>= EPRA Earnings</b>	<b>xxx</b>
EPRA Earnings per share	x
<b>Selskaps spesifikke justeringer</b>	
(a) Selskaps spesifikke justeringer 1	yyy
(b) Selskaps spesifikke justeringer 2	yyy
<b>Selskaps spesifikk justert Earnings</b>	<b>yyy</b>
<b>Selskaps spesifikk justert Earnings Per Share</b>	<b>y</b>

EPRA Net Asset Value (NAV)

Verdijustert egenkapital (NAV) er et viktig resultatmål som benyttes i eiendomsbransjen. NAV som rapporteres i samsvar med IFRS gir imidlertid ikke brukerne den mest relevante informasjonen om den virkelige verdien av eiendeler og gjeld for eiendomsselskap med en langsiktig investeringsstrategi. EPRA NAV justerer derfor NAV for å inkludere eiendommer og andre investeringsinteresser til virkelig verdi, og ekskluderer enkelte elementer som ikke forventes å krystallisere seg under normale omstendigheter, som virkelig verdi på finansielle instrumenter og utsatt skatt på verdijusteringen av eiendom. Det er derfor anbefalt å oppgi EPRA NAV, og vise en tabell som dette:

EPRA Net Asset Value (NAV)	TNOK e.l.
<b>NAV i følge regnskapet</b>	<b>xxx</b>
Effekt av utøvelse av opsjoner, konvertible lån og andre egenkapitalinstrumenter*	x
<b>Korrigert NAV etter utøvelse av opsjoner, konvertible lån og andre egenkapitalinstrumenter</b>	<b>xxx</b>
<b>Inkluder:</b>	
(i.a) Verdijustering av investeringseiendommer (hvis IAS 40 kostmodellen er benyttet)	x
(i.b) Verdijustering av investeringseiendommer under utvikling** (hvis IAS 40 kostmodellen er benyttet)	x
(i.c) Verdijustering av andre langsiktige investeringer	x
(ii) Verdijustering av finansielle leieavtaler***	x
(iii) Verdijustering av eiendom som holdes for salg som en del av ordinær virksomhet****	x
<b>Ekskluder:</b>	
(iv) Virkelig verdi av finansielle instrumenter*****	x
(v.a) Utsatt skatt	x
(v.b) Goodwill som følge av utsatt skatt	x
<b>Inkluder/ekskluder:</b>	
Justeringene (i) til (v) ovenfor i forhold til "joint venture" interesser	x
<b>= EPRA NAV</b>	<b>xxx</b>
<b>EPRA NAV per share</b>	<b>x</b>

\* Virkningen av slike instrumenter på egenkapitalen bør tas i betraktning

\*\* Differansen mellom utviklingseiendommer holdt i balansen til anskaffelseskost og virkelig verdi på den utviklingseiendommen

\*\*\* Differansen mellom finansiell leieavtale kundefordringer holdt i balansen til anskaffelseskost og virkelig verdi på de kundefordringene

\*\*\*\* Differansen mellom eiendommer som holdes for salg som en del av ordinær virksomhet holdt i balansen til anskaffelseskost (IAS 2) og virkelig verdi på disse eiendommene

\*\*\*\*\* Nettoen av derivative eiendeler og forpliktelser i balansen

EPRA Triple Net Asset Value (NNNAV)

Formålet med EPRA NNNAV er å rapportere verdijustert egenkapital, inkludert virkelig verdi justeringer av alle vesentlige balanseposter som ikke er rapportert til virkelig verdi som en del av EPRA NAV.

EPRA Tripple Net Asset Value (NNNAV)	TNOK e.l.
<b>EPRA NAV</b>	<b>xxx</b>
<b>Inkluder:</b>	
(i) Virkelig verdi av finansielle instrumenter	x
(ii) Virkelig verdi av gjeld*	x
(iii) Utsatt skatt**	x
<b>= EPRA NNNAV</b>	<b>xxx</b>
<b>EPRA NNNAV per share</b>	<b>x</b>

\* Differansen mellom rentebærende lån og kreditter som inngår i balansen til amortisert kost, og den virkelige verdien av disse

\*\* Justeringer til virkelig verdi skal være basert på markedsbaserte observasjoner

EPRA Net Initial Yield (NIY) og EPRA «topped-up» NIY

EPRA har fått konsekvent tilbakemeldinger fra investorer og analytikere på at det er for mye variasjoner i type og omfang av yield rapportering, og at yield beregninger ikke er konsekvent definert. For å oppmuntre til sammenlignbare og konsistent rapportering av yield på tvers av Europa har EPRA identifisert disse to nøkkeltallene.

<b>EPRA Net Initial Yield (NIY) og "topped-up" NIY*</b>	TNOK e.l.
Investerings eiendommer - heleide	x
Investerings eiendommer - andel av "Joint Ventures"/fond	x
Eiendom som holdes for salg som en del av ordinær virksomhet (inkludert andel av "Joint Ventures")	x
Trekke ut utviklingseiendommer	(x)
= Fullført eiendomsportefølje	xxx
Fradrag for estimerte kjøpskostnader	x
<b>= Grosset opp fullført eiendomsportefølje verdsettelse (B)</b>	<b>xxx</b>
Annualisert kontantstrøm fra leieinntekter	x
Utgående kontantstrøm fra eiendom	(x)
<b>= Annualisert netto leieinntekt (A)</b>	<b>xx</b>
Legg til: estimert leieutløp av leiefrie perioder eller andre leieinsentiv **,***	x
<b>= Topped-up netto annualisert leie (C)</b>	<b>xxx</b>
<b>EPRA NIY (A/B)</b>	<b>x %</b>
<b>EPRA "topped-up" NIY (C/B) ****</b>	<b>x %</b>

- \* Det oppfordres til å opplyse om EPRA net yield kalkulasjoner på en segmentert basis
- \*\* Justeringer for ikke utløpte leieinsentiv som leiefrie perioder, rabatterte leieperioder og trinn leiepriser
- \*\*\* Selskaper bør opplyse om når den leiefrie perioden utløper i en fotnote (eller et vektet gjennomsnitt hvis ledelsen mener det gir et klarere bilde)
- \*\*\*\* Selskaper som velger å rapportere andre yields er oppfordret til å vise en avstemming hvor det fremgår spesifikke justeringer fra EPRA NIY til denne selskaps spesifikke yielden

EPRA Vacancy Rate

De fleste selskaper opplyser om ledighetsgraden, men det er mange ulike praksiser i bruk. For å få mer sammenlignbar og konsistent rapportering av ledighetsgraden er EPRA Vacancy Rate utarbeidet. Den beregnes ved å dividere estimert leieverdi av ledige lokaler med den estimerte leieverdien for hele porteføljen. Ledighetsgraden skal bare beregnes for ferdigstilte eiendommer, og eiendommer under utvikling skal derfor ekskluderes.

Like-for-like rental growth

I tillegg til nøkkeltallene over, er det anbefalt å gi opplysninger om like-for-like leievekst (punkt 4.5 i EPRA BPR). På grunn av at det ofte er mange endringer i porteføljen, er leievekst på generell basis et dårlig mål for eiendomsselskapets ytelse. Det er derfor oppfordret til å oppgi vekst i netto leieinntekt på de eiendommene som har vært konsistent i drift, og ikke under utvikling, hele de to siste periodene som er beskrevet. 2012 tall må sammenlignes med 2011 tall for akkurat den samme porteføljen.

**Vedlegg 6: Investerings eiendom note Castellum**

FINANCIAL REPORTS					Note 11	
Investment Properties	Group		Parent Company			
	2010	2009	2010	2009		
<i>Schedule of the changes during the year</i>						
Opening balance	29,267	29,165	–	–		
New construction, extension and reconstruction	881	1,039	–	–		
of which capitalized interest costs	8	14	–	–		
Acquisitions	625	126	–	–		
Sales	–204	–34	–	–		
Unrealized changes in value	1,199	–1,029	–	–		
<b>Closing balance</b>	<b>31,768</b>	<b>29,267</b>	<b>–</b>	<b>–</b>		
<i>Schedule of tax assessment value</i>						
Buildings	13,600	12,732	–	–		
Land	3,829	3,307	–	–		
<b>Total tax assessment value</b>	<b>17,429</b>	<b>16,039</b>	<b>–</b>	<b>–</b>		
Rental income from investment properties	2,759	2,694	–	–		
Property costs for investment properties	960	942	–	–		
<p>During 2010, Castellum made investments totalling SEKm 1,506 (1,165), of which SEKm 625 (126) were acquisitions and SEKm 881 (1,039) new construction, extensions and reconstructions. Of the total investments SEKm 464 related to Mälardalen, SEKm 374 to Greater Stockholm, 315 to Greater Gothenburg, SEKm 187 to the Öresund Region and SEKm 166 to Eastern Götaland.</p>						Investments during the year
<p>Castellum has no significant obligations to acquire or sell any investment property. However, Castellum is obligated to complete ongoing investments of a further SEKm 700 in addition to what is accounted for in the balance sheet.</p>						Significant obligations
<i>Larger ongoing investments</i>						
	Investment, SEKm	of which remaining, SEKm	To be completed			
Forskaren 2, Lund	150	148	Quarter 2, 2012			
Boländerna 30:2, Uppsala	64	39	Quarter 4, 2011			
Saltmossen 3, Botkyrka	45	44	Quarter 3, 2011			
Kärra 72:36, Göteborg	39	28	Quarter 3, 2011			
<p>According to accepted theory, the value of an asset consists of the net present value of the future cash flows that the asset is expected to generate. This section aims to describe and illustrate Castellum's cash flow-based model for calculation of the value of the real estate portfolio. The value of the real estate portfolio is calculated in this model as the total present value of net operating income minus remaining investments on ongoing projects, during the next nine years and the present value of the estimated residual value in year ten. The residual value in year ten consists of the total present value of net operating income during the remaining economic life span. The estimated market value of undeveloped land and building rights are added to this.</p> <p>The required yield and the assumption regarding future real growth are of crucial importance for the calculated value of the real estate portfolio, as they are the most important value-driving factors in the valuation model. The required yield is the weighted cost of borrowed capital and equity. The cost of borrowed capital is based on the market interest rate for loans. The cost of equity is based on a "risk-free interest rate" equivalent to the long-term government bond rate with the addition of a "risk premium". The risk premium is unique to each investment and depends on the investor's perception of future risk and potential.</p> <p>To illustrate the model, the following example is provided. It should be noted that assumptions regarding cash flow growth and other assumptions included in the model are only intended to illustrate the model. Even if relevant figures are used the example should thus not be regarded as a forecast of the company's expected earnings.</p>						Valuation model
<p><b>Assumptions in the example:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• The economic occupancy rate is assumed to increase in order to reach a long-term level of 95% in the year 2016.</li> <li>• Net operating income for 2010 is based on the result for the investment properties, with an assumed cost of SEK 30/sq.m. for pure property administration.</li> <li>• Growth in rental value and property costs has been assumed to 1.5% per year during the calculation period.</li> <li>• The average economic life of the real estate portfolio has been assumed to be 50 years.</li> <li>• Projects, undeveloped land and building rights have an assumed value SEKm 1,555.</li> <li>• The required yield is calculated according to the following assumptions:</li> </ul>						
CASTELLUM ANNUAL REPORT 2010					95	

## FINANCIAL REPORTS

	Required yield	Percentage of capital	Weighted required yield
Equity	8.0% - 18.2%	40%	3.2% - 7.3%
Borrowed capital	5.5%	60%	3.3%
<b>Weighted required yield</b>		<b>100%</b>	<b>6.5% - 10.6%</b>

## Example - calculation of the value of the real estate portfolio

SEKm	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rental value	3,148	3,195	3,243	3,292	3,341	3,391	3,442	3,494	3,546	3,599	3,653
Rental income	2,801	2,876	2,951	3,045	3,141	3,222	3,306	3,354	3,404	3,455	3,507
Economic occupancy rate	89.8%	90%	91%	92%	94%	95%	96%	96%	96%	96%	96%
Property costs	-911	925	939	953	967	981	996	1,011	1,025	1,042	1,057
<b>Net operating income-cash flow</b>	<b>1,890</b>	<b>1,951</b>	<b>2,012</b>	<b>2,092</b>	<b>2,174</b>	<b>2,341</b>	<b>2,308</b>	<b>2,348</b>	<b>2,378</b>	<b>2,413</b>	<b>2,450</b>
Discounted cash flow, years 1-9	13,895	↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓									
Discounted cash flow, year 10	16,288	← Discounted cash flow									
Assumed value, projects, land, building rights	1,555	← Discounted residual value									
<b>Total property value</b>	<b>31,738</b>	<b>33,141</b>									

## Internal valuation

Castellum records the investment properties at fair value and has made an internal valuation of all properties as of December 31, 2010. The valuation was carried out in a uniform manner, and was based on a ten-year cash flow model, which was described in principle above. The internal valuation was based on an individual assessment for each property of both its future earnings capacity and its required market yield.

## Assumptions of the cash flow

In assessing a property's future earnings capacity we took into account an assumed level of inflation of 1.5% and potential changes in rental levels from each contract's rent and expiry date compared with the estimated current market rent, as well as changes in occupancy rate and property costs. In the valuation, the economic occupancy rate gradually improves during the 10-years period and reaches 96%. Included in property costs are operating expenses, maintenance, ground rent, real estate tax, and leasing and property administration.

Assumptions per property category 31-12-2010, year 1	Office/Retail	Warehouse/Industrial
Rental value SEK/sq. m.	1,207	715
Vacancy	11%	9%
Direct property cost SEK/sq. m.	318	169
Property management SEK/sq. m.	35	25

## Assumptions of the required yield

The required yield on equity is different for each property, and is based on assumptions regarding real interest rate, inflation and risk premium. The risk premium is different for each property and can be divided into two parts - general risk and individual risk. The general risk makes up for the fact that a real estate investment is not as liquid as a bond, and that the asset is affected by the general economic situation. The individual risk is specific to each property, and comprises a weighted assessment of; the property's category, the town/city in which the property is located, the property's location within the town/city with reference to the property's category, if the property has the right design, is appropriate and makes efficient use of space, the property's technical standard with regard to such criteria as the choice of materials, the quality of public installations, furnishing and equipment on the premises and apartments and the nature of the lease agreements, with regard to such issues as the length, size and number of agreements and where appropriate adjustment for leasehold land.

In order to calculate the required yield on total capital, an assumption has been made about the cost of borrowed capital of 5.5%. The required yield of borrowed capital comprises the real interest rate and inflation. The loan to value ratio is assumed to be 55%-65%, depending on the property category.

The required yield on total capital is calculated by weighting the required yield on equity and the cost of borrowed capital depending on the capital structure. The required yield on total capital is used to discount the expected 10-year future cash flows, while the residual value is discounted by calculating the return on total capital minus growth which is set equal to the inflation in order to not assume perpetual real growth.

The calculated required yield is then calibrated compared to the markets required yield. To get an opinion about the markets required yield Castellum follows completed transactions. In an inactive market within a certain area or for a certain type of property, Castellum compares the data from transactions completed in a similar area or for a similar type of property. In the absence of completed transactions the opinion is based on existing macroeconomic factors.



## FINANCIAL REPORTS

The assumptions that form the basis for Castellum's valuation are shown in the table below.

Assumptions per property category 31-12-2010	Office/Retail	Warehouse/Industrial
Real interest rate	3.0%	3.0%
Inflation	1.5%	1.5%
Risk	5.0% – 12.5%	6.5% – 13.9%
Return on equity	9.5% – 17.0%	11.0% – 18.4%
Interest rate	5.5%	5.5%
Loan to value ratio	65%	55%
Return on total capital	6.9% – 9.5%	8.0% – 11.3%
Weighted d:o, discounted factor year 1-9	8.0%	9.2%
Weighted d:o, discounted factor residual value*	6.5%	7.7%

\*Required yield on total capital minus growth equal to inflation

The total change in value of Castellum's portfolio during the year amounted to SEKm 1,222 (-1,027) corresponding to 4% (-3%) of the property value, of which approx. two thirds refers to reduced required yields and the rest to slightly improved cashflows. The change in value includes SEKm 23 due to sales of properties. The average valuation yield for Castellum's real estate portfolio, excluding development projects and undeveloped land, can be calculated to 7.2% (7.3%). Contracted rental levels are considered to be in line with the market levels.

Average valuation yield, SEKm	2010	2009
Net operating income, properties according to income statement	1,799	1,752
Reversed leasing and property administration	149	155
Net operating income, ongoing development projects	-2	-4
Properties acquired/completed as if they had been owned the whole year	49	33
Properties sold	-8	-1
Net operating income excl. leasing and property admin. for properties as if they had been owned during the whole year, excl. projects and land	1,987	1,935
Adjusted for:		
Index adjustments 2011, 1.5%	45	-15
Real occupancy rate, 94% at the lowest	225	197
Property costs to a normal year	25	-
Property administration, 30 SEK/sq.m.	-98	-94
<b>Normalized net operating income</b>	<b>2,184</b>	<b>2,023</b>
Valuation excl. building rights of SEKm 496 (436)	30,213	27,742
<b>Average valuation yield</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.3%</b>

#### Development projects and building rights

Projects in progress have been valued using the same principle, but with deductions for remaining investment. Sites with building rights and undeveloped land have been valued on the basis of an estimated market value per square metre on average approx. SEK 970 per sq.m. (1,000).

#### The value of the real estate portfolio

The internal valuation shows a fair value of SEKm 31,768 (29,267), which is an increase in value of approx. 4% (-3%). Of the value approx. SEKm 3,200 are properties hold through site leasehold rights, with a rental income of SEKm 331. The table below shows the fair value distributed by property category and region.

Property value, SEKm	Office/Retail	Warehouse/ Industrial	Projects and land	Total
<b>31-12-2010</b>				
Greater Gothenburg	5,502	4,570	104	10,176
Öresund Region	4,907	1,717	124	6,748
Greater Stockholm	4,039	1,837	494	6,370
Mälardalen	3,609	906	314	4,829
Eastern Götaland	2,883	739	23	3,645
<b>Total</b>	<b>20,940</b>	<b>9,769</b>	<b>1,059</b>	<b>31,768</b>

In order to provide further assurance and validation of the valuation 130 properties, representing 50% of the value of the portfolio, were valued by NAI Svefa. The properties were selected on the basis of the largest properties in terms of value, but also in order to reflect the composition of the portfolio as a whole in terms

External valuation

FINANCIAL REPORTS											
	<p>of category and geographical location of the properties. NAI Svefa's valuation of the selected properties amounted to SEKm 15,614, within an uncertainty range of +/- 5-10% on property level. The size of the uncertainty range varies depending on each property's category and location. Castellum's valuation of the same properties amounted to SEKm 15,982, i.e. a net change of SEKm 368 corresponding to 2%. Gross deviation was SEKm +291 respectively SEKm -659 with an average deviation of 6%.</p>										
<b>Uncertainty range and sensitivity analysis</b>	<p>A property's market value can only be confirmed when it is sold. Property valuations are calculations performed according to accepted principles and on the basis of certain assumptions. The value range of +/- 5-10% often used in property valuations should be seen as an indication of the uncertainty that exists in such assessments and calculations. In a less liquid market, the range can be bigger. For Castellum, an uncertainty range of +/- 5%, means a range in value of +/- 1,588 SEKm which corresponds to SEKm 30,180 - 33,356.</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;">Sensitivity analysis +/-1%-unit</th> <th style="text-align: right;">Effect on value, SEKm</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Rental value SEK/sq.m.</td> <td style="text-align: right;">+/- 2,601</td> </tr> <tr> <td>Economic occupancy rate</td> <td style="text-align: right;">+/- 413</td> </tr> <tr> <td>Property costs SEK/sq.m.</td> <td style="text-align: right;">-/+ 745</td> </tr> <tr> <td>Required yield</td> <td style="text-align: right;">-/+ 3,567</td> </tr> </tbody> </table> <p>The sensitivity analysis shown above illustrates how a +/- 1%-unit change in growth assumptions in future cash flow and required yield affects the valuation. The sensitivity analysis is however not realistic thus one isolated parameter rarely changes, since the assumptions made are linked together regarding cash flow and required yield. For example an increase in rental value, which is driven by inflation (higher income as an effect of index clause within the lease), will not affect the change in value since the required yield changes in a corresponding way, due to that the required yield also contains assumption about inflation.</p>	Sensitivity analysis +/-1%-unit	Effect on value, SEKm	Rental value SEK/sq.m.	+/- 2,601	Economic occupancy rate	+/- 413	Property costs SEK/sq.m.	-/+ 745	Required yield	-/+ 3,567
Sensitivity analysis +/-1%-unit	Effect on value, SEKm										
Rental value SEK/sq.m.	+/- 2,601										
Economic occupancy rate	+/- 413										
Property costs SEK/sq.m.	-/+ 745										
Required yield	-/+ 3,567										

(Castellum 2011, s. 95-98)

***Vedlegg 7: Benyttede forkortelser***

BPR – Best Practices Recommendations (utgitt av EPRA)

DCF – Discounted Cash Flows (neddiskonterte kontantstrømmer)

DnR – Den norske Revisorforening

EPRA – European Public Real Estate Association

IFRS – International Financial Reporting Standards

IVS – International Valuation Standards

IVSC – International Valuation Standards Council

KFI – Komité for Finansiell Informasjon (under NFF)

KPI – Konsumprisindeks

NFF – Norske Finansanalytikerens Forening

NPRO – Norwegian Property

OTE – Olav Thon Eiendomsselskap

RICS – Royal Institution of Chartered Surveyors