

Hva er best practice i verdivurdering av næringseiendom?

- En analyse av teori og praksis -

Av

Silje Bjørklund

Veileder: Guttorm Schjelderup

Masterutredning i fordypningsområdet finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntar ansvar for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

*What has never been doubted
has never been proven.*

*Denis Diderot
(1713-1784)*

FORORD

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på masterstudie i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Oppgaven er skrevet innenfor hovedprofilen finansiell økonomi.

Det er med stor glede, og noe vemod, å herved avrunde et svært spennende og lærerikt studie ved Norges Handelshøyskole. Utfordringene har vært mange, og det er jeg takknemlig for. Den faglige utviklingen har gitt meg solid ballast når jeg nå tar steget ut i arbeidslivet.

Med hovedprofil i finans, samt stor fasinasjon for eiendomsmarkedet, ønsket jeg å fordype meg i verdsettelsesproblematikken som har vekket mye oppmerksomhet i media de siste årene. Da dette var et område jeg i utgangspunktet hadde nokså lite kjennskap til valgte jeg et eksplorativt forskningsdesign. Prosessen har vært lang og til tider svært krevende, men jeg er veldig fornøyd med læringen fra prosjektet og funnene jeg har gjort.

Jeg kunne ikke klart dette uten god hjelp og støtte, og i den forbindelse er det flere som fortjener en stor takk. Først vil jeg gjerne takke alle informantene som tok seg tid til å stille til intervju, og gi meg innsyn i deres verdimodeller og personlige erfaringer. Jeg er veldig takknemlig for at så mange ville bidra i prosjektet. En stor takk går også til Mariann Bendriss i PwC som hjalp meg i gang ved å sette meg i kontakt med interessante bedrifter. Videre vil jeg også takke min kjære veileder, Guttorm Schjelderup, for god faglig støtte og konstruktive tilbakemeldinger gjennom hele prosjektet.

Til slutt retter jeg en spesiell takk til Bendik Fredriksen som har bistått med korrekturlesing, og min kjære samboer, Andreas Fredriksen, for all tålmodighet og oppmerksomhet i en stressende tid.

Bergen, 18. juni 2012



Silje Bjørklund

SAMMENDRAG

Denne masterutredningen har sammenlignet teori og praksis for verdivurdering av næringseiendom, med mål om å beskrive og forklare *best practice* i bransjen. Studiet består av en litteraturanalyse og en empirisk undersøkelse.

Basert på grunnleggende regnskapsprinsipper og krav tilknyttet måleattributtet *virkelig verdi* under IFRS, defineres følgende målsetninger for best practice: Pålitelighet og relevans, etterprøvbarehet og sammenlignbarhet. Verdsettelsesteori presentert, i hovedsak, av Damodaran (2002), samt internasjonale verdsettelsesstandarder, dannet en forventning om bruk av kontantstrømmetoden, yield, relativ verdivurdering (pris/ kvadratmeter) og kostnadsbaserte metoder. Tidligere studier viser mistillit til IFRS' *virkelig verdi* og bruken av profesjonelle (eksterne) verdivurderinger. Dette begrunnes blant annet med varierende praksis i markedet. Internasjonale verdsettelsesstandarder retter fokus mot bruken av klart definerte *verdigrunnlag*, med mål om å kommunisere kontekst rundt verdivurderingen, og dermed unngå misoppfattelser blant brukere av verdiestimatet.

En empirisk undersøkelse basert på intervjuer av 11 sentrale eiendomsaktører i Oslo, viser i hovedsak sammenfallende teori og praksis. Kontantstrømmetoden er mest foretrukket som hovedmodell. Det er derimot noe variasjon i håndteringen av usikkerheten til kontantstrømmen, spesielt hva gjelder markedsleie, ledighet og oppgraderingskostnader. Innholdet i eierkostnadene er noe ulikt, samt bruken av sjablongsatser. Hensyn til tidspunkt for inn- og utbetalinger, samt hensyn til individuelle kontrakter (fremfor snitt) varierer også blant aktørene. Undersøkelsen bekrefter noe skepsis til eksterne (profesjonelle) verdiestimat, men belyser også klare fordeler i fastsettelsen av *markedsverdi*.

Med hensyn til ovennevnte kriterier vurderes kontantstrømmetoden som den mest hensiktsmessige. Den enkle yieldmetoden burde likevel benyttes som rimelighetsvurdering så lenge denne brukes av markedet. Kostnadsbaserte metoder burde også få større plass i verdivurderingen, da disse kan gi nyttig innsikt i eventuelle avstander mellom *substansverdi* og *markedsverdi*. *Best practice* innebærer implementering av interne rutiner og metoder for dokumentasjon, systematisering og analyse av pålitelig og relevant data. En modellteknisk og detaljert verdimodell garanterer ikke et mer nøyaktig verdiestimat, men prosessen tilbyr verdifull læring om utviklingen i markedsdriverne. I usikre tider vil dette kunne være spesielt viktig.

Innhold

1 INTRODUKSJON.....	11
1.1 PROBLEMSTILLING OG FORSKNINGSDESIGN	12
1.2 OPPBYGGING	13
1.3 AVGRENSNING.....	15
2 BAKGRUNN	17
2.1 UTVIKLINGEN MOT ET AKTIVT MARKED	17
2.1.1 AKTØRENE I MARKEDET	18
2.1.2 VERDIDRIVERE OG RISIKO.....	18
2.1.3 OPPSUMMERING	19
2.2 FINANSIELL RAPPORTERING	20
2.2.1 REGNSKAPETS GRUNNPRINSIPPER	20
2.2.2 IFRS OG VIRKELIG VERDI.....	21
2.2.3 OPPSUMMERING	23
2.3 KRITERIER FOR BEST PRACTICE	23
3. VERDSETTELSESTEORI.....	25
3.1 VERDIEN AV VIRKELIG VERDI	25
3.1.1 OPPSUMMERING	27
3.2 VERDSETTELSESMETODIKK.....	27
3.2.1 METODE 1 OG 2: DCF OG YIELD	28
3.2.1.1 FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAVET.....	30
3.2.1.2 BEREGNING AV KONTANTSTRØMMEN	36
3.2.1.3 BEREGNING AV TERMINALVERDIEN	37
3.2.2 OPPSUMMERING	40
3.2.3 METODE 3: RELATIV VERDIVURDERING	40
3.2.4 OPPSUMMERING	41
3.3 OPPSUMMERING VERDSETTELSESTEORI.....	42
4 INTERNASJONALE BRANSJESTANDARDER OG RETNINGSLINJER.....	45
4.1 VERDSETTELSESMETODIKK UNDER IVS OG EVS	45
4.1.1 MARKEDSBASERTE OG INNTEKTSBASERTE METODER	46
4.1.2 KOSTNADSBASERTE METODER.....	47
4.1.3 OPPSUMMERING	48

4.2 DEFINISJON AV VIRKELIG VERDI.....	48
4.2.1 IVS OG EVS	48
4.2.2 RICS OG THE MALLINSON REPORT.....	49
4.2.3 OPPSUMMERING	51
5 TIDLIGERE STUDIER	53
5.1 TRADISJONELLE VERSUS KONTEMPORÆRE METODER.....	53
5.2 FINANSTILSYNETS RAPPORT.....	54
5.3 PRAKSIS I EUROPA	55
5.4 MANGLENDE TILLIT TIL IFRS OG VIRKELIG VERDI.....	57
5.5 OPPSUMMERING	58
OPPSUMMERING DEL 1	59
6. DATAGRUNNLAG OG METODE.....	63
6.1 FORSKNINGSOPPLEGG.....	63
6.1.1 METODISK TILNÆRMING	63
6.1.2 KVANTITATIV VERSUS KVALITATIV METODE	64
6.2 INTERVJUMETODIKK	65
6.2.1 VALG AV INFORMANTER	66
6.2.2 INTERVJUGUIDE	68
6.3 GJENNOMFØRING	69
7.1 MODELLTEKNISK UTFORMING	71
7.1.1 KONTANTSTRØMMODELLEN, YIELD OG HYBRIDMODELL	72
7.1.2 LEIEINNTEKTER.....	74
7.1.3 TIDSPUNKT FOR INN- OG UBETALINGER.....	75
7.1.4 LEDIGHET	76
7.1.5 EIERKOSTNADER	77
7.1.6 TERMINALVERDIEN OG EXITYIELD.....	79
7.1.7 AVKASTNINGSKRAVET	80
7.1.8 ANDRE RISIKOELEMENTER	84
7.1.9 SAMMENDRAG AV FUNN.....	84
7.2 MARKEDSDATA – TILGJENGELIGHET OG KVALITET.....	86
7.2.1 VERDI- OG RISIKODRIVERE	86
7.2.2 KILDER TIL VERDIVURDERINGEN	88
7.2.3 KILDENES ANVENDELIGHET OG RELEVANS	89
7.2.4 SAMMENDRAG AV FUNN.....	91

7.3 DEFINISJONEN AV VIRKELIG VERDI	92
7.3.1 MARKEDSVERDI VERSUS INVESTERINGSVERDI	92
7.3.2 SAMMENDRAG AV FUNN	93
7.4 EKSTERNE VERSUS INTERNE VERDIVURDERINGER	93
7.4.1 FORMÅL MED EKSTERNE VURDERINGER	94
7.4.2 ET KRITISK BLIKK PÅ EKSTERNE VERDIVURDERINGER	94
7.4.3 FORDELER VED EKSTERNE VERDIVURDERINGER	95
7.4.4 BRUK AV TAKST I VERDIVURDERINGEN	96
7.4.5 SAMMENDRAG AV FUNN	97
8. DRØFTELSE	99
8.1 METODIKK I TEORI OG PRAKSIS	99
8.2 SUBSTANSIELT INNHOLD	100
8.2.1 PÅLITELIGHET OG RELEVANS	100
8.2.1.1 KAPITALISERINGSMETODER	101
8.2.1.2 KOSTNADSBASERT METODE	102
8.2.1.3 EKSTERNE VERDIVURDERINGER OG IFRS	103
8.2.2 ETTERPRØVBARHET	104
8.2.3 SAMMENLIGNBARHET	105
8.3 KONKLUSJON	107
9 KRITISK REFLEKSJON	111
9.1 IMPLIKASJONER	111
9.2 BIDRAG OG BEGRENSNINGER	111
REFERANSER	114
VEDLEGG 1: VERDISENSITIVITET VED 100 BASISPUNKT ENDRING I YIELD	119
TABELL 1.1 VERDITAP I EGENKAPITAL OG TOTALKAPITAL VED ULIKE GJELDSGRADER	119
FIGUR 1.1 VERDITAP I EGENKAPITALEN (EK)	119
FIGUR 1.2 VERDITAP I TOTALKAPITALEN (TK)	119
VEDLEGG 2: VERDIRAPPORTERING IFRS VERSUS NGAAP	120
VEDLEGG 3: SCENARIO 1 KONSTANT KONTANTSTRØM	121
VEDLEGG 4: SCENARIO 2 OPPGRADERING, MARKEDSLEIE, LEDIGHET	122
VEDLEGG 5: OPPSUMMERINGSMODELL VERDSETTELSESTEORI (KAP. 2-4)	123
VEDLEGG 6: PROSJEKTBEKRIVELSE	124
VEDLEGG 7: UTSENDT INTERVJUGUIDE	125
VEDLEGG 8: FULLSTENDIG INTERVJUGUIDE	126

VEDLEGG 9: OPPSUMMERINGSMODELL FUNN	129
TABELL 9.1 AKTØRENE METODEVALG	129
TABELL 9.2 LEIEINNTEKTER	130
TABELL 9.3 EIERKOSTNADER.....	131
TABELL 9.4 FASTSETTELSE AV DISKONTERINGSRENTEN.....	132
TABELL 9.5 OG 9.6 BRUK AV EKSTERNE OG ANDRE FORHOLD.....	133

Figurlise

FIGUR 1: BAKGRUNNSMODELL 1.....	13
FIGUR 2: BAKGRUNNSMODELL 2.....	13
FIGUR 3: PRIMÆRE METODEVALG.....	71
FIGUR 4: DEFINISJON EIERKOSTNADER.....	78
FIGUR 5: FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAVET.....	80

1 INTRODUKSJON

Økt globalisering og finansiell innovasjon har åpnet for større kapitalstrømmer på tvers av landegrensene. Investeringsmulighetene er i dag mange og til tider komplekse. Eiendom handles nå i ulike former, direkte ved fysisk overtagelse, eller indirekte gjennom finansielle derivater. Dette har gjort aktivklassen mer tilgjengelig for folk flest og anses ikke lenger kun som den stabile, langsiktige investeringen med sikker, men moderat avkastning. Siden 1980-tallet har markedet utviklet seg i retning av større aktivitet og volatilitet.¹ Historisk henger verdiutviklingen i eiendom tett sammen med utviklingen i økonomien for øvrig. Vesentlige verdier og økende risiko stiller stadig høyere krav til pålitelighet og relevans i verdifastsettelsen.

Finanskrisen har satt fokus på den sterke låneveksten her til lands, og Finanstilsynet gjennomførte i den forbindelse, i perioden 2007-2008, et tematisyn av 11 bankers lån til næringseiendom. Daværende direktør i Finanstilsynet, Bjørn Skogstad Aamo, fortalte i et intervju til nettavisen NENyheter.no 30. november 2010 at tematisynet bidro til større fokus på eiendomsrisiko:

”Livselskapene (eksempelvis) har en betydelig eksponering mot eiendom. I noen rapporter har det vært vanskelig å forstå verdsettelsen av noen av livselskapenes porteføljer. Det er blant annet forskjellige praksis for verdivurderingen. (...) Jeg tror livselskapene og markedet vil være tjent med mer åpenhet rundt verdsettelsene.”

(Sitat: Bjørn Skogstad Aamo. Saltnes. D. J. NENyheter.no 30. november 2010)

Et utvalg børsnoterte selskaper² skulle videre bli underlagt tilsynets lupe med det formål å kartlegge praksis for verdsettelse av næringseiendom. Rapporten fra denne gjennomgangen ble offentliggjort 20. desember 2010 og kritikken var klar: Verdivurderingsmetodikk hos flere av selskapene var i stor grad basert på skjønnsmessige vurderinger med mangelfull dokumentasjon. En nærmere gjennomgang av verdsettelse foretatt av ulike profesjonelle verdivurderere avdekket verdispråk helt opp til 36 % på samme eiendom, et avvik som utgjorde flere titalls millioner kroner.³

¹ Volatilitet betegner endring i pris over tid og er således et mål på investeringens risiko

² Norwegian Property, Northern Logistic property, Storbrand Eiendom, Vital Eiendom, KLP, DNB NOR, Sparebank 1 med flere.

³ Artikkel med tittel ”DNB Nor kritiseres for tilfeldig skjønn”. E24.no 21. mars 2011.

Verdivurderingsmetodikk innenfor næringseiendom har fått økende fokus verden over. Markedets økende kompleksitet, og større geografiske utstrekning som følge av reduserte kapitalbarrierer, har engasjert teoretikere og praktiserende verdivurderere i retningen av mer finanstøretiske verdimodeller. Hvilken metodikk som er best egnet til å tilfredsstille eiendomsaktørenes og andre interessenters behov er det derimot noe uenighet om.

1.1 PROBLEMSTILLING OG FORSKNINGSDESIGN

Formålet med denne utredningen er å kartlegge og sammenligne teori og praksis for verdivurdering av eiendom, med mål om å besvare følgende problemstilling:

Hva er best practice i verdivurdering av næringseiendom?

Problemstillingen berører flere områder av et omfattende tema. Det vil ikke være urimelig å påstå at det eksisterer et stort antall mulige vinklinger og fremgangsmåter for å forsøke å svare på dette. Da verdivurdering av eiendom er et tema jeg i utgangspunktet har nokså lite kjennskap til, har jeg valgt et eksplorativt forskningsdesign.⁴ Oppgavens primære formål er å *beskrive* metodikk, det vil si ulike matematiske modeller for verdsettelse. Men et nærliggende mål er også å *forklare best practice*, det vil si metodikk sett i lys av særegenheter ved eiendomsmarkedet. Dette krever en mer inngående konseptuel analyse.

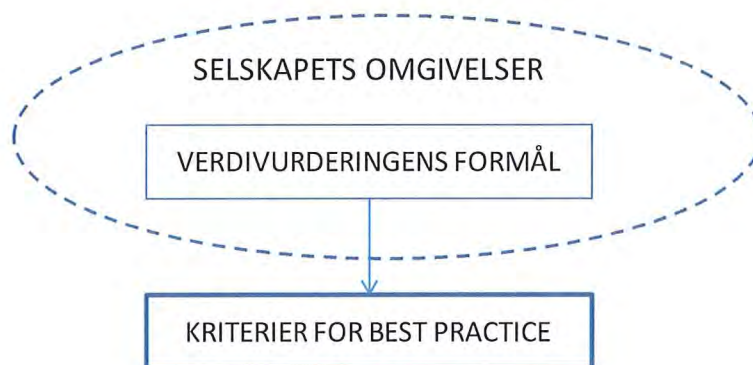
Med dette som utgangspunkt har jeg valgt å dele opp problemstillingen i følgende to delspørsmål:

1. Hva er kriteriene for best practice?

2. Hvilken metodikk anses som best practice i teori og praksis?

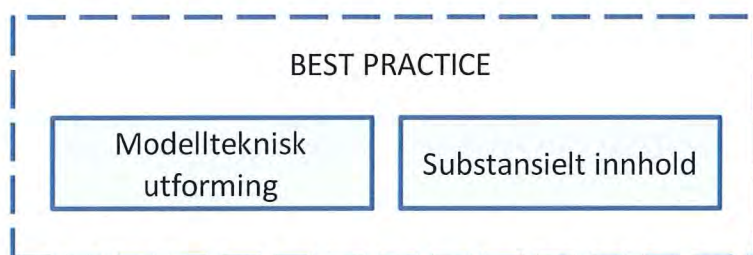
Delspørsmål 1 baseres på en antagelse om at kriterier for best practice defineres av verdivurderingens formål, som igjen påvirkes av aktørens omgivelser og underliggende behov. Dette fremstilles i bakgrunnsmodell 1. Her betegner *omgivelser* formelle lovkrav, aktørenes strategiske posisjon i markedet samt andre makro- og mikroforhold som påvirker aktørens spillerom. Verdivurderingens formål kan blant annet være investeringsbeslutninger, avhending, lånefinansiering eller finansiell rapportering. Som vi skal se kan fastsettelse av *verdi* og *pris* ha noe ulik betydning, og vil dermed kunne gi ulike resultat i verdivurderingen.

⁴ Motivert av ønske om å belyse ulike nyanser ved et tilsynelatende komplekst fenomen (Jacobsen 2005). Dette diskuteres nærmere i kapittel 6.



Figur 1: Bakgrunnsmodell 1

Det andre delspørsmålet ser nærmere på selve metodikken for verdivurdering. Her skiller jeg mellom modellens substansielle innhold og den modelltekniske utformingen. Dette er fremstilt i bakgrunnsmodell 2.



Figur 2: Bakgrunnsmodell 2

Substansielt innhold definerer jeg som de komponenter i modellen som tilfredsstill kriteriene for best practice. Dette er innsatsfaktorer som tar hensyn til de mest verdissensitive risikodriverne. Det andre elementet, *modellteknisk utforming*, beskriver metodens matematiske utforming og detaljgrad. Her vil jeg vurdere hvorvidt modeller med ulik grad av modellteknisk kompleksitet tilfredsstill kriteriene *på en hensiktmessig måte* gitt aktørens utfordringer og behov.

1.2 OPPBYGGING

For å besvare oppgavens problemstilling har jeg valgt å dele oppgaven inn i to hoveddeler:

Del 1: En litteraturanalyse med mål om å beskrive teoretisk best practice

Del 2: En empirisk undersøkelse med mål om å beskrive dagens praksis i Norge

Den første delen danner forventningen om hvilke kriterier som tillegges begrepet *best practice*. Med referanse til bakgrunnsmodell 1 begynner jeg utredningen med å beskrive de strukturelle omgivelsene og regnskapsmessige lovkrav, som pålegges dagens eiendomsaktører.

Kapittel 2 gir en introduksjon til de viktigste utviklingstrendene i bransjen og hvordan dette har medført økende krav til verdivurderingen.

Kapittel 3 ser nærmere på selve metodikken for verdivurdering (jf. bakgrunnsmodell 2). Her introduserer jeg de mest sentrale metodene, som presentert av Aswath Damodaran (2002), et verk Finanstilsynet refererer til i sin rapport om verdsettelse av næringseiendom (2010).

I kapittel 4 sammenlignes metodikk introdusert i kapittel 3 med publiserte internasjonale standarder for verdivurdering av eiendom.

Kapittel 5 presenterer tidligere internasjonale studier av metodikk og praksis. Her oppsummeres også funn fra Finanstilsynets undersøkelse av verdivurdering av næringseiendom fra 2010. Kapitlet gir ytterligere innsikt i hvilke kriterier best practice skal tilfredsstillende, og hvordan disse er forenelige med utfordringene i markedet.

Med litteratur- og teorigjennomgangen som bakteppe har del 2 mål om å gi en indikasjon på hvilke metoder markedet foretrekker gitt de reelle utfordringene de møter. Her har jeg valgt å gjennomføre intervjuer med flere større og mindre eiendomsaktører i Oslo.

Kapittel 6 introduserer den kvalitative metoden benyttet i undersøkelsen, og presenterer informantene.

Kapittel 7 presenterer og analyserer resultatene fra undersøkelsen.

I kapittel 8 drøftes funn fra den empiriske undersøkelsen mot funn fra litteraturanalysen i del 1. Avslutningsvis vil jeg konkludere på forskningsspørsmålet med tilhørende delspørsmål.

Kapittel 9 presenterer begrensninger ved funnene i oppgaven, og oppfordrer til videre studier innen temaet verdsettelse av næringseiendom.

1.3 AVGRENSNING

Næringseiendom består i hovedsak av 4 segment: kontoreiendom, handel, hotell og lager/logistikk (industri). Av hensyn til oppgavens omfang avgrenses problemstillingen til verdsettelse av kontoreiendom. Dette er det største segmentet i Norge med hensyn til transaksjonsvolum, med 51 % av markedet (CBRE Oslo Market Review H2/2011). Oppgaven vil også fokusere på *investeringseiendom*, som vil si:

”(...) eiendom (tomt eller bygning eller del av bygning, eller begge deler) som benyttes (av eieren eller av leietakeren i henhold til en finansiell leieavtale) for å opptjene leieinntekter eller for verdistigning på kapital eller begge deler.”

(IAS 40.5: Oversatt av Finanstilsynet i *Verdsettelse av næringseiendom*. 2010 s.3)

Det gjøres oppmerksom på at merverdiavgift holdes utenfor oppgavens fokus. Skatt og avgifter er svært komplekse områder, som krever langt større oppmerksomhet enn det oppgavens omfang kan tillate. Skatt diskuteres derfor kun på et generelt nivå hvor det anses aktuelt.

Litteraturen og teorien som diskuteres i oppgaven har likevel relevans for andre eiendomssegment. Litteraturanalysen i del 1 baseres på norske og internasjonale studier og bransjefora, samt fagorganisasjoner og internasjonale regnskapsrammeverk.

Den empiriske undersøkelsen i del 2 bygger på intervjuer med 11 sentrale eiendomsaktører i Oslo. Begrepet *eiendomsaktører*, eller *aktører*, benyttes i oppgaven som en fellesbetegnelse for selskap som har vesentlige deler av sin drift relatert til markedet for næringseiendom, i form av investering, forvaltning, utvikling, rådgivning eller finansiering. Aktørene i undersøkelsen presenteres nærmere i kapittel 6.

*Price is what you pay. Value
is what you get.*

*Warren Buffett
(1930-)*

2 BAKGRUNN

Det følgende kapitlet består av to delkapitler. Det første beskriver de strukturelle omgivelsene i bransjen (jf. bakgrunnsmodell 1) og introduserer aktører, verdidrivere og risikomomenter. Det andre delkapitlet redegjør for formelle lovkrav tilknyttet den finansielle rapporteringen av investeringseiendom. Kapitlet er ment å gi en oversikt over aktørenes spillerom, og basert på dette, definere kriterier for best practice i verdivurdering av næringseiendom.

2.1 UTVIKLINGEN MOT ET AKTIVT MARKED

Investering i næringseiendom var frem til 1970-tallet dominert av industribedrifter som kun investerte til eget bruk, samt et fåtalls større institusjonelle investorer. Grunnen til dette var i hovedsak den store kapitalbindingen og krav til forvaltning som investeringen medførte. Overtagelsesprosessen var, og er fortsatt, omfattende og kostbar med hensyn til juridiske kostnader, meglerhonorar og due diligence.⁵ Forvaltningshorisonten var dessuten også svært lang (Flåøyen 2007). Man kan si at markedet for næringseiendom var underutviklet grunnet få transaksjoner (lav likviditet), og kun tilgjengelig for et fåtalls kapitalsterke investorer. I et slikt marked er eiendomsverdi gitt ved dens bruksverdi. Assimakopoulos et al. (2003) definerer dette som det økonomiske bidraget den gir til driften i selskapet, i tillegg til følelsen av status og sikkerhet hos eieren. Ved mangel på sammenlignbare transaksjoner ville man i dette tilfellet replikere brukerens verdivurdering (Assimakopoulos et al. 2003).

I dag er det globale eiendomsmarkedet mer likvid (omsettes oftere) og mer transparent gjennom aksjepriser, og den finansielle rapporteringen fra aktørene i markedet. Eiendom som aktivaklasse er også blitt mer tilgjengelig for ulike typer investorer, også folk flest, gjennom indirekte investeringsalternativer som fond, eiendomsaksjer, syndikater,⁶ og andre finansielle instrumenter (Hoesli og Lizieri 2007). Dette har bidratt til et mer diversifisert marked bestående av større og mindre selskaper og privatpersoner, med ulike forvaltningshorisonter og finansieringsstrategier.

⁵ Due diligence er et finansuttrykk uten god norsk oversettelse. Jeg tillater meg derfor å sitere Oxford Dictionary of English: "Reasonable steps that a person takes to avoid committing a tort or offence, especially in buying or selling something."

⁶ Investering med andre investorer hvor man slipper administrasjonsarbeidet men til en høy inngangssum. (Flåøyen 2007)

2.1.1 AKTØRENE I MARKEDET

Eiendomsselskap er foretak hvis kjernevirksomhet er kjøp og salg, og eventuelt utvikling av eiendom. Aktører som opererer i hele verdikjeden (fra kjøp av tomt til utvikling, forvaltning og evt. salg) er typisk større institusjonelle aktører som store livselskaper og statlige eiendomsforetak. Slike aktører har gjerne en mye lengre forvaltningshorisont enn mer strategiske investorer, som for eksempel eiendomsfond (Flåøyen, 2007). Langsiktige forvaltere har gjerne mål om en jevn avkastning på en stabil og mindre risikabel kontantstrøm gjennom driften av bygget. Dessuten investerer statlige aktører som regel kun etter egne bruksbehov. Mellomlangsiktige besittere har mål om avkastning fra verdistigningen på eiendommen (Flåøyen 2007). Investeringshorisont vil således segmentere bransjen i et aktivt og et mindre aktivt marked.

Det aktive markedet beskriver her den delen av bransjen hvor eiendom omsettes oftere enn i det mer passive markedet. Geografiske områder hvor aktiviteten er størst betegnes som Central Business District (heretter CBD), en bransjeklassifisering for de mest attraktive beliggenhetene for næringsseiendom. Her er etterspørselen høy, og leieprisene deretter. Oslos CBD tilsvarende bydelene Vika og nå også Bjørvika, som enda er under utvikling. Siden etterspørselen og betalingsvilligheten er høy anses slike områder som mindre risikofylte og prisen derfor høyere enn andre, mindre aktive bydeler.

2.1.2 VERDIDRIVERE OG RISIKO

I Dagens Næringsliv 2. april 2012 kunne man lese følgende:

”Flere risikovillige investorer ser gull i eiendom”.

Finansmann Simen Thorsen forteller i den forbindelse at markedsuren i Europa og svingningene på Børsen gjør det mer attraktivt å bygge opp en portefølje med næringsseiendom i Norge. Dette begrunnes med den gunstige samvariasjonen eiendom har til andre aktivklasser. Eiendom har således blitt en viktig form for risikostyring i kapitalplasseringer. Inflasjonssikring ved indeksregulering av leieinntekter er også en fordel ved denne aktivklassen, samt det faktum at eiendom historisk sett har generert attraktiv risikostyrt avkastning⁷ (Flåøyen 2007). Så lenge den reelle prisstigningen i

⁷ Risikostyrt avkastning tilsvarende meravkastning sammenlignet med andre kapitalplasseringer justert for risikoen ved investeringen (www.nbim.no)

eiendomsmarkedet (pluss eventuell inflasjon) overstiger den nominelle lånerenten vil det lønne seg å gjeldsfinansiere eiendomsinvesteringen. Dette kalles *gearing* og kan forklares ved at låneforpliktelsen reduseres i reelle termer over tid, noe som igjen girer opp egenkapitalavkastningen (Hamilton 2011). Her er det verdt å merke seg at stor grad av lånefinansiering gjør markedet utsatt for endringer i tilgang og pris på kapital. Dessuten vil tider med veldig høy inflasjon kreve høy reell egenkapital (inflasjonsjustert) for å betjene lånet. Rente- og inflasjonsutviklingen er derfor meget viktige faktorer i dagens girede eiendomsmarked. Se vedlegg 1 for fremstilling av verditap i egenkapital og total kapital, som følge av ett prosentpoeng økning i avkastning (*yield*), gitt ulike belåningsgrader. *Yield* forklares nærmere i kapittel 3.

Tilbud og etterspørsel på eiendom avhenger også naturlig nok av etterspørsel på lokaler, som igjen avhenger av den generelle økonomiske veksten i landet og nærområdet, sysselsetting og konkurransesituasjonen. Tilbudet på tomt og bygninger er på kort sikt nokså fast, definert av arealknapphet og tregheter i utbygg. På lengre sikt er tilbudet mer variabelt (Møller 2012).

Bruksverdi, slik den oppleves av leietagerne, har også stor betydning for verdiutviklingen i markedet. Konkurransen om de gode leietagerne er stor, og kravene til estetikk, komfort, arealutnyttelse og energieffektivitet drives av nye byggeforskrifter, energimerking og generelt økende velstand (Bratt 2011). Dette kan koste eiendomsbesittere betydelige summer. En vurdering av slike behov er derfor høyst aktuelt i verdsettelsen.

Høyere kompleksitet og økende antall interessenter (nasjonale og internasjonale) skaper høyere krav til *påliteligheten* av verddivurderingen. Næringseiendom omsettes med høyere intensitet enn tidligere, men forblir likevel et lite likvid aktiva sammenlignet med aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter. Dette gjør at verdifastsettelsen i stor grad baseres på interne verddivurderinger av eierselskapene selv, takster eller eksterne verddivurderinger fra profesjonelle verddivurderere. Verdiutviklingen er dermed i stor grad avhengig av slike verdiestimer i fraværet av sammenlignbare realiserte transaksjoner (Thronsen og Vatne 2008).

2.1.3 OPPSUMMERING

Globaliseringen av investeringsmarkedene og utviklingen av finansielle instrumenter har ledet til et mer aktivt og diversifisert marked. Dette har også medført økende kompleksitet gitt markedets gjensidige avhengighet til makroøkonomiske faktorer som BNP (brutto

nasjonalprodukt), valutakurs, rentenivået, inflasjon og sysselsetting, samt den relative risikoen i andre investeringsalternativer. Aktørene er således svært følsomme til endringer i økonomien som ikke nødvendigvis relateres til forvaltning av eiendom. Grad av sårbarhet avhenger av finansieringsstrategi og investeringshorisont. Generelt høy standard på lokaler, nye byggeforskrifter og miljøkrav er også viktige verdidrivere i markedet. Dette medfører høyere krav til besittere, spesielt eiere av eldre bygg.

2.2 FINANSIELL RAPPORTERING

Finansiell rapportering er én av verdivurderingens mange formål. Andre formål inkluderer:

- Beslutning om investering eller salg av enkelteiendommer
- Finansiering fra kreditor eller andre investorer
- Fusjoner eller oppkjøp av eiendomsselskap
- Børsnotering eller emisjon (utstede nye aksjer)
- Prestasjonsmåling (for eksempel eiendomsfond)
- Formuesfastsettelse for skattemyndighetene
- Tvungen avhending (tvangssalg)

Man kan i utgangspunktet tenke seg at definisjonen av *virkelig verdi* er den samme uansett formål. Men som vi skal se i dette kapitlet og det neste, er det ikke nødvendigvis fullt så "enkelt".

2.2.1 REGNSKAPETS GRUNNPRINSIPPER

Med referanse til kapitlets overordnede mål: *å definere kriterier for best practice*, ønsker jeg å vise til Kvifte og Johnsens (2008) fremstilling av regnskapsrammeverkets grunnprinsipper. Dette gjelder i all hovedsak formålet med regnskapet og hva dette pålegger av krav til regnskapsprodusenten.

Regnskapets grunnprinsipper består av to hovedformål: *beslutningsformål* og *kontrollformål*. Regnskapet skal gi brukeren et rettviseende bilde på bedriftens aktuelle posisjon og økonomiske helse, slik at vedkommende kan fatte hensiktsmessige og fremtidsrettede beslutninger. Kontrollformålet innebærer at brukeren får et korrekt bilde av ledelsens bruk av eiernes midler. For å oppnå ovennevnte mål må informasjonen i regnskapet være *relevant* og

pålitelig. Pålitelighet tilsier at informasjonen er verifiserbar og valid, med andre ord fri for vesentlige feil. Relevans tilsier at informasjonen har reell prediksjonsverdi, er objektiv av natur og at det foreligger en generell enighet om innholdet blant uavhengige regnskapsbrukere. Dette er såkalte *primærkrav*. Videre følger *sekundærkravet* om at informasjon fra ulike regnskap er sammenlignbar (Kvifte og Johansen 2008).

2.2.2 IFRS OG VIRKELIG VERDI

Primær- og sekundærprinsipp, samt spørsmålet om regnskapets primærbruker har vært svært sentrale i de mange diskusjonene rundt innføringen av det internasjonale regnskapsspråket, International Financial Reporting Standards (IFRS). Debatten utspiller seg spesielt rundt rammeverkets måleattributt *virkelig verdi* (*fair value*). Virkelig verdi- rapportering er én av de viktigste forskjellene fra norsk regnskapslov (NRS) og Norwegian Generally Accepted Accounting Standards (NGAAP) (se vedlegg 2). Det er verdt å merke seg at flere studier er kritiske til at IFRS kommuniserer *pålitelige* verdier.⁸ Tilhengere mener derimot IFRS gir mer *relevant* informasjon enn det tradisjonelle historisk kost- regnskapet.⁹ Det interessante med hensyn til oppgavens problemstilling er at grunnprinsippene introdusert over kan vise seg å være vanskelig å tilfredsstille.

Realiteten er at stadig flere eiendomsselskap børsnoteres og er således lovpålagt å rapportere i henhold til IFRS (med mulighet for noen forenklinger). Virkelig verdifastsettelse får dermed økende betydning for aktørene i markedet. Som nevnt i forrige delkapittel er fraværet av nylige, sammenlignbare transaksjoner en viktig årsak til at verdi må *estimeres*. Rapporterte verdier er i den forbindelse en svært viktig informasjonskilde.

IAS 40 Investeringseiendom (IFRS) definerer virkelig verdi som følger¹⁰:

”Det beløp som eiendommen kan omsettes for i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte, frivillige parter. Dette innebærer at både kjøperen og selgeren er rimelig informert om eiendommens art og egenskaper, dens faktiske og potensielle bruk og markedsforholdene på balansedagen. Videre er kjøper og selger motivert, men ikke tvunget til

⁸ Kverneland og Heggelund (2010) konkluderer i sin analyse at virkelig verdi under IFRS gir svekket pålitelighet og dermed også svekket relevans for regnskapsbrukeren. Gjerde, Knivsfå og Sættem (2008) finner derimot at IFRS øker verdirelevans, men kun marginalt sett regnskapet under ett.

⁹ I henhold til NGAAP balanseføres eiendom til anskaffelseskost og avskrives deretter over byggets levetid (typisk 50 år eller 2 %, tomt avskrives ikke). Virkelig verdi under IFRS avskrives ikke, men verdiendringer resultatføres fortløpende med skatteeffekt kun ved salg.

¹⁰ IAS (International Accounting Standards) er en forgjenger til IFRS og er i dag underlagt samme konseptuelle rammeverk. (ifrs.org)

å kjøpe/ selge. Den virkelige verdien av investeringseiendom skal gjenspeile markedsforholdene på balansedagen.”

(Oversatt av Finanstilsynet i *Verdsettelse av næringseiendom*, 2010 s.3)

“(…) den beste kunnskapen om virkelig verdi gis av gjeldende priser i et aktivt marked for en tilsvarende eiendom på samme sted og i samme stand og underlagt tilsvarende leieavtaler og andre kontrakter. (…)”

(Oversatt av Finanstilsynet i *Verdsettelse av næringseiendom*, 2010 s.3)

Et *aktivt marked* innebærer at det handles regelmessig mellom villige parter på armlengdes avstand, hvor priser er notert i et åpent marked gjennom børs, megler, industrigruppe eller prisningstjeneste, og at følgende priser er representative for faktiske transaksjoner i markedet. (IASB 2009)

Finanstilsynet konstaterer i sin rapport *Verdsettelse av investeringseiendom* (2010) at eiendomsmarkedet i Norge fortsatt er lite likvid og lite transparent. Markedet faller derfor ikke nødvendigvis inn i denne definisjonen. IAS 40.46 foreslår derfor følgende fremgangsmåter for å estimere *virkelig verdi*:

- *”Priser nylig oppnådd for tilsvarende eiendommer i mindre aktive markeder med justeringer som gjenspeiler eventuelle endringer i økonomiske forhold etter tidspunkt for transaksjonene som skjedde til de nevnte prisene.”*
- *”Diskonterte kontantstrømprognooser basert på pålitelige estimater av fremtidige kontantstrømmer, og støttet av vilkårene i eventuelle eksisterende leieavtaler og andre kontrakter, samt (der det er mulig) av ekstern kunnskap som gjeldende markedisleier for tilsvarende eiendommer med samme plassering og under samme forhold, og bruk av diskonteringssetser som gjenspeiler gjeldende markedsvurderinger av usikkerheten i beløpet og tidsplanen for kontantstrømmene.”*

(Oversatt av Finanstilsynet i *Verdsettelse av næringseiendom*, 2010 s.4)

IAS 40.32 oppfordrer, men kreves ikke at investeringseiendommen verdivurderes av ekstern, kvalifisert takstmann. For forvaltere som likevel velger å verdivurdere selv, har det blitt utviklet en rekke verdivurderingsstandarder. Disse presenteres nærmere i neste kapittel.

Finanstilsynet legger til i sin rapport (2010) at metodikk skal være konsistent over tid og at forutsetningene som legges til grunn skal dokumenteres på en måte som muliggjør etterprøving av verdiestimatet. Her oppfordres det også til metodikk som tillater sammenligning av verdier på ulike bygg i markedet.

2.2.3 OPPSUMMERING

Så langt i oppgaven har vi sett at markedet for næringseiendom består av ulike typer aktører med varierende investeringshorisonter og strategier med hensyn til forvaltning/utvikling og finansiering. Risikobildet i markedet er sammensatt av særegenheter ved eiendomsbransjen, men også makroøkonomiske drivere som vil påvirke aktørene i ulik grad, avhengig av deres posisjon i markedet.

Felles for alle aktørene er behovet for pålitelig og relevant markedsinformasjon. Fraværet av ”ferske” priser i et marked bestående av svært heterogene eiendommer setter høye krav til informasjonen kommunisert i den finansielle rapporteringen i markedet. Fra det internasjonale regnskapsrammeverket, IFRS, har vi merket oss en mulig definisjon av *virkelig verdi* av investeringseiendom og 2 mulige metoder for verdifastsettelse: Nylig transaksjonspris på sammenlignbar eiendom eller neddiskonterte kontantstrømmer. Metodene diskuteres nærmere i neste kapittel.

2.3 KRITERIER FOR BEST PRACTICE

Basert på de grunnleggende regnskapsprinsippene presentert over samt presiseringer til *virkelig verdi* rapportering under IFRS og Finanstilsynets kommentarer kan vi definere følgende 3 kriterier for best practice i verdivurdering av næringseiendom:

1. Verdivurderingen skal skape *tillit* i markedet ved at verdiestimatet baseres på data som er *relevant* (objektiv og gjenspeiler markedsf forholdene på verdivurderingstidspunktet) og *pålitelig* (valid).
2. Verdivurderingen skal være *etterprøvable*.
3. Verdivurderingen skal være *sammenlignbar* med andre rapporterte eiendomsverdier.

Med dette går vi over til neste steg i utredningen som omhandler selve metodikken for verdivurdering.

*The value in achievement lies
in the achieving.*

*Albert Einstein
(1879-1955)*

3. VERDSETTELSESTEORI

Det har blitt skrevet et stort antall bøker og fagartikler om verdsettelse på aktiva- og selskapsnivå. Finanstilsynet refererer til en av bøkene til Aswath Damodaran i sin rapport om verdivurdering (2010). Jeg vil derfor, basert på deres anbefaling, primært basere dette teorikapitlet på ett av hans verker, *Investment Valuation* (2002). Kapitlet begynner med en diskusjon rundt verdivurderingsprosessen og presenterer deretter ulike metoder for verdivurdering av eiendom.

3.1 VERDIEN AV VIRKELIG VERDI

Oscar Wilde (Lord Darlington, Act III)

“What is a cynic? A man who knows the price of everything and the value of nothing”

Et noe filosofisk spørsmål kanskje, men hva er egentlig *virkelig verdi*? I forrige kapittel introduserte vi IFRS’ definisjon med mål om finansiell rapportering. Et nærliggende spørsmål er om virkelig verdi avhenger av formålet med verdsettelsen?

Felles for alle formål er behovet for informasjon. Man må kjenne til hvordan markedet opererer, hvem aktørene er og gjerne også deres posisjon. Man må kjenne eiendommens karakteristika, driften og området på makro- og mikronivå. IFRS spesifiserte i sin definisjon at kjøper og selger er *motivert*, men *ikke tvunget* til å kjøpe/selge (jf. kapittel 2). Spørsmålet man stiller i dette tilfellet er:

Hva ville markedet betalt for denne eiendommen om den skulle selges i dag?

For å svare på dette må man kjenne potensielle kjøpere og estimere hvordan man *tror* disse verdsetter. Men ulike aktører kan jo ha ulike utgangspunkt. I hvilken grad skal man ta hensyn til ulike synergieffekter, merverdier eller egenskaper hos individuelle kjøpere? Hva om kjøper ikke finner selger ved at tilbudsprisen er høyere enn etterspørers verdivurdering? Hva er markedsprisen i dette tilfellet? Videre kan man tenke seg at markedet er i ferd med å bli overopphetet med bobletendenser og fare for krakk. Hvordan tar man hensyn til denne usikkerheten i verdivurderingen? Dette kan bli fryktelig komplisert og ikke minst spekulativt. Så hvor går detaljgrensen i en verdivurdering?

Under finanskrisen var det få i Norge som ville selge "billig" og kjøpe "dyrt" og resultatet ble svært få transaksjoner og lite datagrunnlag for å estimere markedspris. Et viktig moment var nettopp at få *måtte* selge. Til syvende og sist er markedsverdi en verdi to parter *blir enige om*. Hvis man da er enige om *hvordan* man verdsetter vil det da også, kanskje, kunne være lettere å predikere motpartens verdivurdering.

Det er med andre ord vanskelig å løsrive seg fra det psykologiske aspektet ved en verdivurdering. For det er jo nettopp det, en *vurdering*. Verdsettelse omtales ofte som "an art and not a science". Damodaran begynner derfor med å avfeie visse myter rundt verdivurdering (Damodaran 2002 s. 2-8).

- **Myte 1:** *Siden en verdsettelse er kvantitativ er den også objektiv.* Dette er langt fra sannheten da innsatsfaktorene i en, i utgangspunktet objektiv, modell gir rom for mye skjønn. Et problem vedrørende objektivitet er ofte at man gjerne har en idé om hva prisen er før man begynner verdsettelsen. Dette vil videre farge alle skjønnsmessige vurderinger av innsatsfaktorene.
- **Myte 2:** *En godt gjennomført verdsettelse basert på solide analyser av tilgjengelig data er tidløs.* Det er dessverre heller ikke tilfellet da markedene, og med informasjonsflyten, stadig endrer seg. En verdivurdering er en ferskvare, og kun et "fotografi" av virkeligheten på det tidspunkt den ble utført. *Virkelig verdi* rapportering etter IFRS vil således kunne skape større svingninger i resultatet ettersom ny markedsinformasjon krever løpende endringer i verdsettelsen.
- **Myte 3 og 4:** *En god og detaljert verdivurdering gir det mest nøyaktige estimat på verdi.* Dette avfeier Damodaran som noe selvfølgelig og argumenterer for at mer detaljerte verdivurderinger kanskje tar hensyn til flere variabler som kan forklare verdi, men inkluderer også vel så mye skjønn. Han legger derimot til at selskap som går en veldig usikker tid i møte er nettopp de som er best tjent med godt gjennomførte verdsettelse til tross for skjønnsmessige vurderinger. Man graver derfor dypere og gjør seg i større grad kjent med det totale usikkerhetsbildet. En avgjørende faktor er å kunne separere relevant fra irrelevant informasjon. Her ønsker jeg å påpeke det faktum at svært mange eiendomsaktører i dag er sterkt giret i sine investeringer (jf. kapittel 2) og dermed utsatt for større grad av risiko sammenlignet med selskap i en

mer solid kapitalposisjon. Det vil derfor være naturlig å tenke at spesielt slike aktører har mye å hente fra mer detaljerte verdivurderinger.

- **Myte 6** (myte 5 anses her som mindre relevant): *Produktet av en verdivurdering (dvs. verdien) er hva som er viktig; selve prosessen er ikke viktig.* Med denne tankegangen vil man kunne overse viktig lærdom og innsikt i hva som driver verdi og dermed hvordan den kan påvirkes, i positiv og negativ forstand. Dette henger sammen med motargumentet til myte 3 og 4.

3.1.2 OPPSUMMERING

En mer modellteknisk verdivurdering *kan gi, men garanterer ikke*, et mer nøyaktig verdiestimat. Verdivurderingen er kun et øyeblikksbilde som endres i takt med markedet og informasjonsflyten. Det kan derimot ligge mye lærdom i selve *verdivurderingsprosessen* som kan være nyttig for å prestere bedre eller stå bedre rustet i tider med høy usikkerhet. Verdien av virkelig verdi er med andre ord ikke kun selve verdifastsettelsen alene. Jeg mener dette er viktig å poengtere da ulike metoder kan gi ulik innsikt i verdidriverne og risikoelementene diskutert i det foregående kapitlet.

Med hensyn til bakgrunnsmodell 2 kan vi med ovennevnte refleksjoner anta at økt kompleksitet kan gi, men garanterer ikke, høyere grad av *substans* i verdsettelsen. Metodikk skal i henhold til kriteriene definert i forrige kapittel baseres på pålitelig og relevant data, være etterprøvable og tillate sammenligning med andre eiendomsverdier i markedet. Sistnevnte tilsier at praksis hos andre verdivurderere bør ha en viss betydning for egen praksis.

3.2 VERDSETTELSESMETODIKK

Damodaran (2002) skiller i hovedsak mellom fire metoder:

1. Kapitaliseringsmetoder bestående av *neddiskonterte kontantstrømmer* (Discounted Cash Flow, heretter DCF)
2. *Yieldmetoden.*
3. *Relativ verdivurdering*
4. *Opsjonsprisinde modeller.*

Vi skal i det følgende se nærmere på de to første. Jeg vil ikke gå inn på opsjonsmodeller da de i hovedsak benyttes for utviklingsprosjekter som ligger utenfor oppgavens omfang.

Hovedforskjellen mellom metodene ligger i hvorvidt man ser på egenskaper ved den aktuelle eiendommen, eller går til markedet for å se hvordan andre lignende eiendommer prises. Kapitaliseringsmetodene *estimerer* hva Damodaran (2002) kaller *intrinsic value*, her oversatt til *substansverdi*, og beskriver verdi gitt perfekt informasjonssymmetri og basert i sin helhet på egenskaper ved eiendommen alene. DCF- metoden er den mest detaljerte av de to og vil dermed diskuteres i større omfang.

3.2.1 METODE 1 OG 2: DCF OG YIELD

DCF-metoden baseres på nåverdiprinsippet, som tilsier at verdien av et objekt eller enhet er nåverdien av dens fremtidige kontantstrømmer (KS) (Formel 1). Dette er i følge Damodaran (2002) grunnpilaren i alle typer verdivurderingsmetoder (Damodaran 2002).

$$(1) \text{ Verdi} = \sum_{t=1}^n \frac{KS}{(1+r)^t}$$

Hvor,

n = Eiendelens levetid

KS_t = Kontantstrøm i periode t

r = Diskonteringsrente som gjenspeiler risiko i den fremtidige kontantstrømmen

Kontantstrømmen vil variere fra aktiva til aktiva og over aktivaklasser. En aksje gir kontantstrøm i form av dividende, en obligasjon i form av kupongrente og obligasjonens pålydende, og en eiendom i form av leieinntekter (brutto/netto, før eller etter finanskostnader og skatt). For å verdsette en eiendoms substansverdi uavhengig av finansiering, kan dette gjøres på samme måte som verdsettelsen av et selskap eller prosjekt. Kontantstrømmen fra eiendommen neddiskonteres med *totalkapitalkravet*, som representerer den totale risikoen ved investeringen. Kravet består av en alternativkostnad i form av risikofri rente (typisk bankrenter eller renter på lange statsobligasjoner), en risikopremie knyttet til investeringen og eventuelt en likviditetspremie (kompensasjon for lavere omsettelighet) (Damodaran 2002). Vi skal se nærmere på diskonteringsrenten om litt.

Det må være konsistens i bruken av nominelle og reelle termer hva gjelder kontantstrømmen og avkastningskravet¹¹. Den realiserte total kapitalavkastningen til en eiendomsinvestering består av en direkteavkastning, også kalt *direkteyield*, og en indirekte avkastning, reell prisvekst. Yield er gitt ved realisert pris dividert med nettoleieinntekter. Med null realvekst i eiendommen (indirekte avkastning lik null) vil totalavkastningen tilsvare direkteavkastningen, yield.

For at DCF-metoden skal gi et nøyaktig estimat av eiendomsverdi må man kunne estimere den fremtidige kontantstrømmen knyttet til eiendommen, samt finne en proxy for risikoen i kontantstrømmen. Gitt at en investeringen har begrenset levetid vil man også måtte estimere terminalverdien, også kalt exitverdi, ved utløpet av kalkyleperioden (exitår). Verdien består dermed av to ledd: ett som defineres av kalkyleperioden og ett som defineres av en uendelig kapitalisering. (Formel 2). Behovet for presisjon i estimering av terminalverdi øker med redusert kalkyleperiode, grunnet dens økende andel av total verdi.

$$(2) \text{Verdi Eiendom} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Netto leieinntekter}_t}{(1 + k_{TK})^t} + \frac{\text{Terminalverdi}_n}{(1 + k_{TK})^n}$$

Hvor,

n = Antall kalkyleperioder

k_{TK} = Totalkapitalkravet = diskonteringsrenten som gjenspeiler risikoen knyttet til eiendommen

Netto leieinntekter = Brutto leieinntekter – Eierkostnader

Terminalverdi = verdi ved avhending i slutten av kalkyleperioden

Modellen ser kanskje ikke veldig komplisert ut ved første øyekast, men desto viktigere blir nøyaktigheten av de ulike komponentene, og her er det mye å ta hensyn til. Modellen inneholder tre hovedelementer som krever spesiell oppmerksomhet: netto leieinntekter, diskonteringsrenten og terminalverdien. Ved relativt små endringer i de ulike elementene vil verdi kunne endres nokså vesentlig. Dette krever presisjon i estimatene. Spesielt diskonteringsrenten kan være utfordrende å fastslå gitt at den skal inkorporere all risiko som kontantstrømmen er eksponert for. Damodaran (2002) foreslår tre mulige fremgangsmåter

¹¹ Fishers formel: $r_R = \frac{(r_N - i)}{(1+i)}$ r_R = reell rente, r_N = nominell rente og i = inflasjon.

som vi skal se nærmere i det følgende. Deretter ser vi på metoder for fastsettelse av kontantstrømmen og terminalverdien.

3.2.1.1 FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAVET

I det følgende diskuteres tre ulike fremgangsmåter for å fastsette diskonteringsrenten:

- (a) *Vektet avkastningskrav (WACC) og kapitalverdimodellen (CAPM),*
- (b) *Oppbygging av avkastningskrav*
- (c) *Benchmarkyield (min formulering)*

(a) Vektet avkastningskrav og kapitalverdimodellen

Tradisjonell risikoprisingsteori baseres først og fremst på én avgjørende forutsetning, *markedseffektivitet*. Dette innebærer at virkelig verdi angis av markedspris i et aktivt marked og at det ikke foreligger noen form for over- eller underprising. For at et marked skal anses som effektivt må følgende krav være gjeldende (Damodaran 2002):

- Avvik i pris og virkelig verdi er i sin helhet *tilfeldig*.
- Slike avvik er ukorrelerte med enhver observerbar variabel på ethvert tidspunkt. Avvikene er dermed umulig å gjenkjenne av investorene uansett investeringsstrategi.
- Markedsspris gjenspeiler all tilgjengelig informasjon.

Videre understreker Damodaran (2002) at ikke alle markeder nødvendigvis er effektive for *alle* investorer, men gjerne for en *gjennomsnittlig* investor. Det er mye uenighet og forskning rundt markedseffektivitet, noe jeg ikke vil gå videre inn på her, men at dette totalt sett er nokså store krav, spesielt det siste, lar seg vanskelig benekte.

Avkastningskravet til totalkapitalen kan representeres som den vektete gjennomsnittskostnaden til kapitalen, også kjent som Weighted average cost of capital (heretter WACC) (Formel 3) (Damodaran 2002). WACC er et vektet avkastningskrav som også tar hensyn til kapitalstrukturen til investeringen. Det vil si alternativkostnaden etter at man har tatt hensyn til grad av gjeldsfinansiering.

$$(3) WACC = (GJ * k_{GJ})(1 - T) + (EK * k_{EK})$$

Hvor,

k_{GJ} = Gjeldskostnad (lånerenten)

k_{EK} = Egenkapitalkrav

GJ = Gjeldsandel

EK = Egenkapitalandel

T = Skattesats

Det finnes ulike finanstøretiske metoder for å estimere egenkapitalkravet, og *Kapitalverdimodellen*, eller Capital Asset Pricing Model (heretter *CAPM*), er én av dem. Metoden forutsetter følgende:

- Det eksisterer en markedsportefølje med avkastning, r_M , som representerer alle mulige investeringer i markedet. Det eksisterer også et risikofritt alternativ med avkastning r_f .
- Markedet er effektivt og det foreligger ingen transaksjonskostnader.¹²
- Egenkapitalkravet representeres ved forventet avkastning, $E(r_i)$, til det respektive aktiva, i , gitt dens risiko (β_i) relativt til markedsporteføljen.
- Det forutsettes også at den eneste risikoen knyttet til aktivumet, finansielt eller reelt, er den andelen variasjon som ikke lar seg diversifisere vekk, også kalt systematisk risiko (Damodaran 2002).

Dette innebærer at den individuelle investor er veldiversifisert (reduserer risiko ved å investere i ulike aktiva med ulike risikoprofiler) og belønnes kun for risiko som ikke lar seg diversifisere vekk. Merk at risiko kun beskrives av aktivumets prisvariasjon (*volatilitet*) med markedsporteføljen. (Koller et al. 2010) Egenkapitalkravet er da gitt som summen av avkastning på risikofri investering og forventet markedspremie, justert for inkrementell risiko knyttet til det respektive aktivum. Matematisk kan dette framstilles slik (formel 4 og 5): (Damodaran 2002)

$$(4) E(r_i) = r_f + \beta_i(E(r_M) - r_f)$$

¹² Transaksjonskostnader er alle kostnader forbundet med en transaksjon som fremkommer av mangel på perfekt informasjon i markedet. Et eksempel er due diligence nevnt i kapittel 2.

$$(5) \beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i r_M)}{\sigma_M^2}$$

Hvor,

$\text{Cov}(r_i r_M)$ = Kovariansen (samvariasjon¹³) mellom aktivumet og markedsporteføljen

σ_M^2 = Variansen til markedsporteføljen

(Resterende notasjoner er beskrevet over)

Som vist i formel 5 inneholder WACC et skattelement. Egenkapitalkravet er også her et etter-skatt-krav. Dette innebærer tilsvarende behandling av skatt i kontantstrømmen. Et verdiesimat før skatt er ikke direkte sammenlignbart med et verdiesimat etter skatt. Ulike kapitalstrukturer gir ulike skattefordeler ved at rentekostnadene reduserer skattbart resultat. Hvis målet er å verdsette en eiendoms selvstendige (substans-) verdi, som er gjeldende for enhver investor, vil nok det enkleste være å se bort fra finansieringsstrategi og dens skatteeffekt. Damodaran (2002) mener derimot at dette overser et viktig verdisegment som kommer av skattefordelen ved avskrivninger og rentekostnader. Dette kan resultere i at verdien underestimeres siden investorer gjerne tar hensyn til slike elementer i sine verddivurderinger.

Kort oppsummert foreligger viktige momenter å ta hensyn til ved bruk av tradisjonell risikoprisingsteori som CAPM og WACC. Som konstatert i forrige kapittel skal resultatet etter primære regnskapsprinsipper være både pålitelig og relevant for regnskapsbrukeren. I tillegg, for at metoden i det hele tatt lar seg benytte, må helst samtlige ovennevnte forutsetninger være gjeldende. Her tør jeg påstå at dette er nokså hårte krav. Damodaran (2002) mener finansteoriene er anvendelige uansett aktivaklasse, også for eiendom. Han mener at den viktigste fordelen ved å benytte slike risikopringsmodeller er at de er objektive av natur ved å representere enhver hypotetisk investor. Videre tillater CAPM en mer *proaktiv* verddivurdering, gitt at forventet avkastning til egenkapitalen baseres på sykliske karakteristika i bransjen som fanges opp av betaverdien. (Damodaran, 2002) Hvorvidt slik finansteori benyttes i praksis skal vi se del 2.

(b) Oppbygging av avkastningskravet

Alternativt til CAPM og WACC er å bygge opp avkastningskravet basert på ulike risikogrupper som en investering er eksponert for. I teorien skal all risiko fanges opp i *enten*

¹³ $\text{Cov}(r_i r_M) = E[(r_i - E(r_i))(r_M - E(r_M))]$ Hvor $E(r_M)$ tilsvarer forventet markedsavkastning, $E(r_i)$ forventet avkastning på eiendom, r_i faktisk avkastning på eiendom og r_M faktisk markedsavkastning

kontantstrømmen *eller* avkastningskravet. Det vil derfor være avgjørende å identifisere de ulike risikogrupperne slik at man ikke belaster den beregnede verdien for samme risiko over og under brøkstreken. For eksempel må risiko for ledighet, tapte leieinntekter eller uventede kostnader enten legges til kontantstrømmen som en kostnad, *eller* til diskonteringsrenten som en premie. Vekst er også et element som enten må tillegges kontantstrømmen *eller* diskonteringsrenten.

Det norske selskapet *Industrifinans*, har i en årrekke ytet tjenester innen kapitalforvaltning, direkteinvestering og finansiell rådgivning. Eiendom har en sentral posisjon i deres investeringsstrategi og på deres hjemmeside (industrifinans.no) tilbyr selskapet en forklaring på de ulike risikomomentene tilknyttet eiendomsinvesteringer. Etter hva jeg har erfart gjennom oppgavens litteraturgjennomgang anser jeg deres beskrivelse av risikobildet som meget god og vil redegjøre for de viktigste punktene i det følgende.

Man kan dele opp total risiko i tre hovedgrupper: *leietagerrisiko*, *eiendomsrisiko* og *makrorisiko*.

Leietagerrisiko omfatter leietagers soliditet og leietagermiks. For eksempel kan man ha mange leietagere fra ulike bransjer med ulik kontraktslengde og soliditet (andel egenkapital og resultatutvikling). Dette kan redusere risiko ved at gruppen er diversifisert, men det vil også øke administrasjonskostnadene og risikoen for individuelle tilpasninger. Med kun én leietager på lang kontrakt minimeres administrasjonskostnadene og man kan sikre en stabil kontantstrøm. Derimot vil man kunne miste lukrative, fremtidige økninger i markedsleien. Skulle også antatt soliditet vise seg ikke å være tilfelle, vil hele inntektsbasen gå tapt ved tapet av den ene leietageren.

Eiendomsrisiko er tilknyttet den spesifikke eiendommen. Dette kan være beliggenhet (dagens forhold og fremtidig utvikling/regulering i nærområdet), byggets estetiske profil og tekniske kvalitet, arealutnyttelse og annen driftsrelatert risiko. Et eldre bygg med gamle tekniske anlegg og lite dynamisk arealutnyttelse vil kunne kreve store påkostninger ved leietagerskifte eller nye krav i byggeforskrifter. Mer referanse til CAPM diskutert kan eiendoms- og leietagerrisiko betegnes som *betarisiko*. Møller (2012) eksemplifiserer betarisiko som områder med risiko for langsiktig ledighet.

Makrorisiko refererer til makroøkonomiske forhold som direkte eller indirekte påvirker avkastningen. Korte og lange renter varierer i takt med nasjonal og internasjonal økonomisk vekst, sysselsetting og befolkningsutvikling. Lånerenten og kapitaltilgang er også et resultat av dette, og derfor vil finansieringsrisiko, sammen med forventet egenkapitalavkastning, direkte påvirke avkastningskravet til totalkapitalen. For bransjer flest representerer også politisk og juridisk risiko, lokalt og nasjonalt, en viktig del av det totale risikobildet. Det kan for eksempel gjelde skattemessige forhold knyttet til selskapsform, eller eiendom som aktivaklasse. Andre eksempler er reguleringer av leietagers rettigheter og nye krav til miljøstandarder (Jf. kapittel 2). Et annet risikoelement er terminalverdien. Denne er sammensatt av ovennevnte risikoelementer, men er også, kanskje, tillagt mer skjønn grunnet at den gjerne baseres på verdier 10-15 år frem i tid. Dermed, gitt terminalverdiens andel av endelig verdi, vil denne kunne bære spesielt mye risiko.

Etter hvert som de relevante risikoelementene er identifisert og målt må man bestemme hvilke som skal gjenspeiles i kontantstrømmen og hvilke i diskonteringsrenten. Avkastningskravet til totalkapitalen kan bygges opp som vist under.

$$\begin{array}{l}
 \text{Risikofri rente (for eksempel 10 år statsobligasjon)} \\
 - \text{Inflasjon} \\
 \hline
 = \text{Realrente} \\
 + \text{påslag for leietagerrisiko} \\
 + \text{påslag for eiendomsspesifikkrisiko} \\
 + \text{påslag for makroøkonomiskrisiko (Merk at denne} \\
 \quad \text{typen risiko kan fanges opp i renten, men det gjør} \\
 \quad \text{ikke nødvendigvis bransjespesifikke} \\
 \text{risikoelementer)} \\
 \hline
 = \text{Reelt avkastningskrav} \\
 + \text{Inflasjon} \\
 \hline
 = \text{Nominelt avkastningskrav til totalkapitalen} \\
 \hline
 \end{array}
 \quad \left. \vphantom{\begin{array}{l} \\ \\ \\ \\ \\ \\ \\ \\ \\ \\ \end{array}} \right\} \text{Forretningsrisiko}$$

Vurderer man derimot kontantstrømmen til eierne vil man i oppbyggingen av egenkapitalkravet legge til et påslag for finansiell risiko som gjenspeiler gjeldsfinansiering, og deretter justere for skatt.

$$\text{Risikofri rente (for eksempel 10 år statsobligasjon)}$$

$$\begin{array}{l}
- \textit{Inflasjon} \\
\hline
= \textit{Realrente} \\
+ \textit{Forretningsrisiko} \\
+ \textit{Finansiell risiko} \\
- \textit{Skatt} \\
\hline
= \textit{Reelt egenkapitalavkastningskrav} \\
+ \textit{Inflasjon} \\
\hline
= \textit{Nominelt egenkapitalavkastningskrav} \\
\hline
\end{array}$$

Fordelen med oppbyggingen av avkastningskravet er at den krever gode analyser av ulike typer risikodrivere. Man gjør seg bevisst viktige underliggende sammenhenger i markedet ved å knytte makro og mikroforld sammen (jf. Damodarans myter). Utfordringen ligger i å identifisere og kvantifisere de ulike risikoelementene. Kvantifiseringen er spesielt vanskelig da risikoelementer kan overlappe hverandre.

(c) Benchmarkyield

Rapporterte yielder fra transaksjoner i markedet er ofte benyttet som benchmark for diskonteringsrenten og er således et proxy for eiendommens totale risikoeksponering. I eiendomslitteraturen betegnes metoden som én av de konvensjonelle verdivurderingsmetodene og er populær på grunn av dens enkle utforming og at informasjon om leie og pris er som regel er lett tilgjengelig. *Prime yield* er et begrep som beskriver de mest attraktive eiendommene i CBD (jf. kapittel 2). Dette er et minimumskrav og angir lavest mulig risiko i eiendomsmarkedet.

Rapporterte yielder benyttes som indikasjon på risiko og verdi, men sistnevnte avhenger også i stor grad av lengde på kontrakt og det aktuelle leienivået i forhold til markedsleie. Dessuten kan fremstillingen av direkteyield være misvisende i perioder med sterk konkurranse da aktørene har insentiv til å tilpasse beregningen av inntekter og kostnader for å fremstille et så godt kjøp/ salg som mulig (Gundersen 2009). Selger ønsker å oppnå så lav yield som mulig (øker pris) og selger motsatt.

Alternativt kan man benytte spørreundersøkelser for å kartlegge investorers forventninger til avkastning i eiendomsmarkedet. Denne metoden fungerer best i bransjer med homogene investorer og lett sammenlignbare aktivum (Damodaran 2002). Fra kapittel 2 så vi at eiendomsmarkedet har gått fra å være dominert av direkteinvesteringer med motivasjon om

eget bruk, til et nytt voksende marked med flere typer investorer med mål om løpende avkastning. Vi ser blant annet større institusjonelle, veldiversifiserte investorer som vil kunne investere med lavere avkastningskrav og dermed til høyere pris. En spørreundersøkelse vil derfor kunne vise seg å gi svært ulike risikosyn avhengig av investorens posisjon i markedet.

3.2.1.2 BEREGNING AV KONTANTSTRØMMEN

Ved beregning av kontoreiendommens bruttoverdi, det vil si *uavhengig av finansiering og skatt*, vil kontantstrømmen tilsvare netto leieinntekter. Ved beregning av verdien til egenkapitalen bundet til eiendomsinvesteringen, det vil si *avhengig av finansieringsstrategi*, vil kontantstrømmen tilsvare netto leieinntekter fratrukket kapitalkostnader og skatt. Siden de fleste eiendomsinvesteringer er høyt belånt vil kapitalkostnaden utgjøre den viktigste kostnaden. Eierkostnader vil som regel utgjøre en relativt liten del av inntektsbasen (10-15 %). Den er derimot svært viktig for den løpende direkteavkastningen og spesielt hva gjelder større oppgraderingskostnader. (Dahl et. al 1997)

Det er lite diskusjon rundt definisjonen av leieinntekter. Hva som ligger i eierkostnader er derimot noe mer diffust. Bygg varierer stort i arkitektonisk stil, teknisk standard, arealutnyttelse og beliggenhet. Eierkostnader vil derfor kunne variere mye fra eiendom til eiendom. Hva som inngår og holdes utenfor denne beregningen er omdiskutert og er kanskje ett av de viktigste usikkerhetsmomentene i sammenligningen av eiendommer. Dette gir rom for tilpasning i en verdivurdering. En generell definisjon av eierkostnader er

"(...) den delen av byggets totale driftskostnader som ikke omfattes av felleskostnadene. Eierkostnadene omfatter utvendig vedlikehold dvs. tak og fasader, byggforsikring, eiendomsskatt, utskifting av tekniske anlegg som ikke lenger lar seg vedlikeholde, forvaltningskostnader etc." (Ord og uttrykk i næringsseiendom. Dnb.no)

Totale eierkostnader vil avhenge av hvorvidt leietager dekker deler av, eller alle kostnadene (*bare house*). Noen inkluderer også gjerne festeavgift, meglerhonorar og markedsføring. Nok en kostnadspost, og gjerne den største, er oppgraderingskostnader eller leietilpasninger. Som diskutert i kapittel 2 har økende miljøkrav og krav til arealeffektivitet lagt press på besittere av eldre eiendommer.

Kontantstrømmen påvirkes også av *ledighet*. Damodaran (2002) mener at selv ikke den beste eiendommen i et hett marked vil kunne driftes med null ledighet. Denne indirekte kostnadsposten vil kunne utgjøre en viktig del av totale kostnader, og gode prognoser er

derfor avgjørende for å få en så nøyaktig verdivurdering som mulig. Ledighet kan estimeres basert på eiendommens standard og beliggenhet samt leietagers soliditet. (Dahl et al. 1997)

I estimeringen av fremtidige kontantstrømmer må man ha gode prognoser i markedstrender hva gjelder leienivå, tilbud og etterspørsel samt makroøkonomiske forhold som påvirker drift og resultat. (Damodaran 2002) Veksten må estimeres for kostnader og inntekter, og her er det vanlig å legge langsiktige inflasjonsmål til grunn gitt stabilitet i økonomien.

Ved utløpet av kontrakten legges gjerne *estimert markedsleie* til grunn. Det vil derfor være svært viktig at man har en forståelse av dagens markedsleie og hvorvidt dagens kontrakt tilsvarer over- eller underleie. Langsiktig markedsleie vil avhenge av trender og sykluser i markedet. Å skille trend fra syklus vil kunne bedre estimatet på langsiktig markedsleie.

3.2.1.3 BEREGNING AV TERMINALVERDIEN

Damodaran (2002) nevner i hovedsak tre fremgangsmåter for beregning av terminalverdien:

- (a) *Konstant vekst til kalkyleslutt*
- (b) *Gordons vekstformel*
- (c) *Netto inntektskapitalisering (yieldmetoden)*

(a) *Konstant vekst til kalkyleslutt*

Den første baseres på antatt verdi i dag og forutsetter konstant vekst lik inflasjon frem til utløpet av kalkyleperioden. (Formel 6)

$$(6) \text{ Terminalverdi} = \text{Verdi i dag} * (1 + i)^n$$

Hvor,

i = inflasjon

n = antall kalkyleperioder frem til exitår

Denne metoden krever at man har et estimat på dagens virkelige verdi, noe som kan virke litt selvmotsigende da det er denne man gjerne forsøker å estimere. Risikoen ved denne metoden som jeg ser det er at man overevaluerer verdien ved indirekte å ta hensyn til fremtidig vekst to

ganger, en i den antatte aktuelle markedsverdien og nok en gang i beregning av terminalverdien.

(b) Gordons vekstformel

Den andre metoden beregner terminalverdi basert på forutsetningen om at kontantstrømmen i exitåret vil fortsette å vokse med konstant vekst i all evighet. Her benyttes Gordons vekstformel som tilsier at dagens verdi av et aktivum tilsvarer neste års kontantstrøm dividert med dens avkastningskrav justert for *uendelig verdivekst* (Formel 7).

$$(7) \text{ Terminalverdi} = \frac{\text{Netto leieinntekter}_{n+1}}{k_{TK}^N - g}$$

Hvor,

g = uendelig vekstfaktor, eksempelvis inflasjon

k_{TK}^N = Nominelt total kapitalavkastningskrav

Man kan også benytte kontantstrømmen i år n (exitåret) og dividere kun på realavkastningskravet.

Forutsetningen om uendelig verdivekst for et bygg kan nok diskuteres. Damodaran mener dette kan forsvares ved å sette til side kapital hvert år til vedlikehold og oppgradering. Dette burde i så fall inkluderes som en kostnad i kontantstrømmen (vedlikehold i motsetning til oppgradering). Et annet argument, ikke belyst av Damodaran (2002), er at tomten trolig øker i verdi ettersom tilgang på tomt i sentrale eller populære strøk blir mindre med økende urbanisering. Skulle ikke verdien av selve bygget vise seg å holde konstant vekst grunnet slitasje og manglende oppgradering vil tomteverdien kunne kompensere for dette.

(c) Netto inntektskapitalisering (yieldmetoden)

Den tredje metoden som nevnes her er *inntektskapitaliseringsmetoden* (yieldmetoden). Dette er en svært utbredt metode i verdivurdering av eiendom, ikke bare i estimeringen av terminalverdien, men som et substitutt til DCF-metoden.

Netto inntektskapitalisering, også kalt multiplikatormodellen, estimerer virkelig verdi av en eiendom ved å dividere netto leieinntekter med en *kapitaliseringsfaktor* (realkalkylerente).

(Formel 8). Dette er også metoden benyttet av skattemyndighetene for å beregne formuesverdi av næringsseiendom.¹⁴

$$(8) \text{ Verdi} = \frac{\text{Netto leieinntekter}}{\text{kapitaliseringsfaktor}}$$

Uavhengig av om den benyttes som alternativ til DCF eller med mål om å estimere terminalverdien kan kapitaliseringsfaktoren kalkuleres på tilsvarende måter som diskonteringsrenten diskutert over (WACC, oppbygging basert på risikogrupper eller benchmarkyield).

Forutsatt at dagens kontantstrøm er identisk med fremtidens kontantstrømmer *i reelle termer*, vil en DCF analyse gi samme verdi som yieldmetoden (Formel 9).

$$9 \text{ Verdi} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Netto leieinntekter}_t^N}{(1 + k_{TK}^N)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}_n}{(1 + k_{TK}^N)^n} = \frac{\text{Netto leieinntekter}_1}{(k_{TK}^N - g)}$$

Hvor,

$\text{Netto leieinntekter}_1^R = \text{Netto leieinntekter}_2^R = \dots = \text{Netto leieinntekter}_n^R$ (konstant kontantstrømmer i reelle termer)

k_{TK}^N = Nominelt total kapitalavkastningskrav

g = inflasjon

Terminalverdi beregnes her som vist i formel 7. Man kan beregne verdien med bruk av det reelle avkastningskravet så lenge man også er konsekvent med hensyn til inflasjon i kontantstrømmen.

Se vedlegg 3-4 for eksempel på en DCF-beregning og en yieldberegning, Vedlegg 3 viser at en yieldberegning gir samme verdi som en DCF-beregning, gitt forutsetningen om konstant reell kontantstrøm. Vedlegg 4 viser avviket mellom de to modellene gitt mer realistiske forutsetninger om kontantstrømmen.

¹⁴ Skattemyndighetenes formuesmodell: Verdi = (Brutto leieinntekter*0,90)/ Kalkulasjonsrente). Kalkulasjonsrenten tilsvarer renten på 10 års statsobligasjon pluss et tillegg på 5 prosentpoeng. (skatteetaten.no)

3.2.2 OPPSUMMERING

Vi har så langt sett på to alternativer for verdivurdering av eiendom: DCF og yieldmetoden. Sistnevnte benyttes i beregningen av terminalverdien, men kan også være et alternativ til DCF. Vi har også sett på ulike fremgangsmåter for å fastsette diskonteringsrenten og netto leieinntekter. Metodene har varierende detaljgrad og åpner derfor for ulik læring om markedsforhold i verdivurderingsprosessen. Velger man å benytte den enkle yieldmetoden alene må risiko ved fremtidige kontantstrømmer justeres for i diskonteringsrenten. Dette krever solide analyser for ikke å overse mulige endringer i leienivå eller kostnadsnivå (drift, oppgradering og ledighet).

Forutsetter man endringer i kontantstrømmen gjennom kalkyleperioden vil en kontantstrømanalyse tillate at dette tydeliggjøres eksplisitt i verdivurderingen. Man kan ta risikoforutsetninger i kontantstrømmen og dermed legge mindre press på diskonteringsrenten som eneste risikobærer. Dessuten er det lettere å etterprøve en slik beregning skulle markedsforholdene endre seg.

3.2.3 METODE 3: RELATIV VERDIVURDERING

Den siste metoden vi skal se på i dette kapitlet er relativ verdivurdering. På samme måte som man verdsetter finansielle aktiva ved å benytte forholdstall som pris/fortjeneste, kan man benytte standardiserte forholdstall i verdsettelsen av eiendom. Fordelen ved å benytte slike forholdstall, ofte kalt multipler, er at de kan avdekke trender i markedet som enda ikke er fanget opp i kontantstrømmen. Metoden er dessuten også mye enklere og tidsbesparende enn en DCF- analyse. Den viktigste svakheten ved denne metoden ligger i definisjonen av sammenlignbare transaksjoner og eiendommer. Det kan være svært vanskelig å avdekke nøyaktig hva som resulterte i den respektive transaksjonsprisen.

Den enkleste justeringen man kan gjøre er med hensyn til størrelse (kvadratmeter). Utover dette er listen lang med særegenheter som (subjektivt) påvirker verdi (reflektert av risikomomentene beskrevet over). Det er med andre ord nettopp *standardiseringen* av forholdstallet som er vanskelig. Mulige fremgangsmåter diskuteres i det følgende.

(a) *Kvadratmeterpris*

Som nevnt innledningsvis er størrelse den enkleste formen for standardisering. Her skiller man også mellom eiendomssegmentene (kontor, handel, parkering osv.). Den kan derimot også være veldig misvisende da den ikke tar hensyn til noen av de andre karakteristikaene ved eiendommen (beliggenhet, standard, arealutnyttelse osv.). Et annet mulig problem kan ligge i selve definisjon av areal, da det finnes ulike benevninger for bruksareal.

(b) Brutto leieinntekt

En annen form for standardisering er å vurdere verdi i forhold til leieinntekt (pris/bruttoleie). Denne multiplenumeren tar i større grad hensyn til særegenheter ved eiendommen representert ved leienivået. Dette forutsetter at leien er på nivå med *markedsleien* og således er representativ for markedspris. Derimot inkorporeres ikke *utviklingspotensialet* i multiplenumeren. Dette er et nokså subjektivt element i verddivurderingen som kan variere mye fra investor til investor.

For begge metodene må man i en verddivurdering justere for ledighet. Det forutsettes at forholdstallene over representerer optimal kapasitetsutnyttelse, slik at verdi må justeres ned i henhold til forventet ledighet ved den respektive eiendommen. Hvis man ikke forutsetter optimal kapasitetsutnyttelse må man vurdere om dette skyldes eksterne forhold utenfor selskapets kontroll, eller rett og slett dårlig forvaltning.

3.2.4 OPPSUMMERING

Relativ verddivurdering er velegnet dersom referansegruppen av eiendommer omsettes regelmessig, noe som ikke nødvendigvis er tilfellet for næringseiendom i Norge. Metoden krever også justeringer med hensyn til spesielle karakteristika ved eiendommen, dens beliggenhet og leietager(e) som skiller seg fra referansetransaksjonen. Et kompliserende element kan for eksempel være tomteregulering. Dette er heller ikke informasjon som nødvendigvis fremkommer i rapporterte verdier. Videre må man også kjenne omstendighetene bak referansetransaksjonen for å kunne evaluere om den er representativ for markedsverdi på transaksjonstidspunktet. Metoden er derimot godt egnet til å kjapt kunne rimelighetsvurdere andre verdsettelsler. En sammenligning på tvers av metoder er nok generelt en god rimelighetsvurdering i seg selv.

3.3 OPPSUMMERING VERDSETTELSESTEORI

Vi har i dette kapitlet gjennomgått tre ulike metoder for verdivurdering av eiendom: DCF, yieldmetoden og relativ verdivurdering. DCF har størst modellteknisk kompleksitet. Yieldmetoden er langt enklere i utformingen, men krever vel så gode analyser for å kunne gi en fullgod verdivurdering da innsatsfaktorene (netto leieinntekt og avkastningskrav, eller diskonteringsrente) inngår i begge metodene. Relativ verdivurdering ser ut til å være den minst krevende metoden av de tre, men også muligens den svakeste med hensyn til kriteriet om pålitelighet og relevans.

Fastsettelsen av diskonteringsrenten kan gjøres på ulike måter. Vi har i dette kapitlet sett på tre: WACC og CAPM, oppbygging av avkastningskrav og benchmarkyield, med henholdsvis fallende modellteknisk kompleksitet. Man kan kanskje også anta at rekkefølgen viser fallende grad av objektivitet i fastsettelsen, men det forblir kun spekulasjon i denne omgang.

I beregningen av netto leieinntekter kan det være noe rom for tilpasninger vedrørende hvilke typer kostnader som inkluderes i eierkostnadene. Dette avhenger blant annet av hva som dekkes av eier og leietageren selv. Netto leieinntekter avhenger også av ledighet i bygget (nåværende og fremtidig) og leienivå ved utgangen av leiekontrakten. Dette krever analyser av markedstrender for å kunne gi en fornuftig forventning av fremtidig ledighet og markedsleie. Videre vil også oppgraderingskostnader kunne utgjøre betydelige summer for eier, og med hensyn til markedsleie må ikke kostnaden undervurderes i verdsettelsen.

Hva gjelder beregning av terminalverdien i DCF-modellen har vi sett på tre mulige fremgangsmåter: Konstant vekst lik inflasjon til kalkyleslutt, Gordons vekstformel og yieldmetoden. Den første anser jeg som lite hensiktsmessig da den krever en vurdering av dagens verdi (som er hva vi forsøker å finne). Den andre og den tredje er egentlig samme metode med unntak av valg av år (exitår eller inneværende år) og således dagens leie eller forventet fremtidig markedsleie.

Hensyn til skatt og finansiering må være konsistent i alle delkomponentene i modellen (kontantstrøm og diskonteringsrente), det samme gjelder inflasjon. Damodaran (2002) argumenterer for at finansiering utgjør en sentral del i en investeringsbeslutning og burde derfor inkluderes i verdsettelsen. Dette vil derimot kunne gi en investorspesifikk verdivurdering basert på hans eller hennes finansielle situasjon, og lever således ikke opp til

kriteriet om sammenlignbarhet. Et slikt verdierestimert vil dermed ikke nødvendigvis representere en gjennomsnittlig investor i markedet.

Uansett valg av metode vil man ikke komme unna bruken av skjønn. Men denne kan muligens reduseres med gode markedsanalyser som dokumenterer de viktigste markeds- og risikodriverne. Nokså små endringer i vekstrate, diskonteringsrenten eller markedsleie vil kunne ha nokså stor effekt på verdi. Så må man også huske at innsatsfaktorene vil svinge med markedet i varierende grad. Innsatsfaktorer, som for eksempel renten, reagerer raskt på underliggende makroøkonomiske trender og sjokk. Videre vil svingninger i økonomien påvirke soliditeten hos leietagerne. Eksterne økonomiske sjokk, direkte økonomiske eller indirekte ved regulatoriske inngrep vil kunne endre verdier drastisk fra én verdivurdering til den neste. Styrken og svakhetene ved ovennevnte metoder diskuteres nærmere i kapittel 5.

4 INTERNASJONALE BRANSJESTANDARDER OG RETNINGSLINJER

Vi har i dag en rekke verdivurderingsstandarder for verdsettelse av investeringseiendom. Innholdet er for det meste sammenfallende med unntak av noe variasjon i definisjoner og omfang. Fra USA har vi Real Estate Information Standards (REIS) som utvikles i tråd med USGAAP.¹⁵ Fra Storbritannia har vi Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) som i dag er en global standard for verdivurdering av eiendom. Videre har vi også European Valuation Standards (EVS) og International Valuation Standards (IVS). Jeg skal i det følgende fokusere på de to siste, referert til av henholdsvis Norsk takseringsforbund (NTF) og IFRS.

Det er ingen norsk lov som påkriver taksering av eiendom. På hjemmesidene til NTF kan man lese at tilleggskutdannede takstmenn foretar verdivurderinger av næringseiendom basert på bl.a. *”kontantstrømanalyse, sammenlignende salgsverdier, avkastningskrav, tekniske verdier, leiekontrakter og markedsleier.”* (ntf.no) Forbundet har gjennom en årrekke samarbeidet med den internasjonale fagorganisasjonen European Group of Valuers' Association (TEGoVA). I 2009 publiserte organisasjonen den nyeste versjonen av European Valuation Standards (EVS), også kalt *”The Blue Book”*. TEGoVA utgir også *Guidance Notes* (GN) med informasjon om hvert medlemslands spesifikke lover og regler, samt generell praksis vedrørende taksering av eiendom.

International Valuation Standards Committee (IVSC) har siden 1980-tallet utviklet verdivurderingsstandarder med mål om konsistent og transparent informasjonsflyt på tvers av landegrensene og betryggende bruk av benchmarks. I motsetning til EVS er IVS en standardsamling for verdivurdering av både eiendeler og forpliktelser. Dens mål er å være en internasjonal stemme for verdsettelsesyrket, uansett bransje (IVS Framework 2011).

4.1 VERDSETTELSESMETODIKK UNDER IVS OG EVS

IVS Framework (2011) og EVS (2009) viser til tre overordnede fremgangsmåter for verdivurdering: *Markedsbaserte, inntektsbaserte og kostnadsbaserte metoder*. Felles for dem alle er de økonomiske prinsipielle antagelsene om likevektspris (tilbud lik etterspørsel) og forventning om nytte ved bruk eller substitusjon.

¹⁵US Generally Accepted Accounting Principles

4.1.1 MARKEDSBASERTE OG INNTEKTSBASERTE METODER

Markedsbasert- og inntektsbasert metode tilsvarende henholdsvis relativ verddivurdering og DCF eller yieldmetoden diskutert i kapittel 3. IVS anbefaler derimot ikke bruk av yieldmetoden hvis det eksisterer risiko for særskilte endringer i kontantstrømmen over tid. IVS legger til at timing i kontantstrømmen (inn- og utbetalinger) og kalkyleperiode skal være markedsutledet. (IVSC TIP1 2011)

En annen presisering verdt å merke seg gjelder verddivurderingens hensyn til finansiering og skatt. Som nevnt tidligere mener Damodaran (2002) at finansiering utgjør en viktig del av en investors avkastning og bør derfor tas hensyn til i verddivurdering. Argumentet støttes også av at egenkapitalkravet under CAPM (og totalkapitalkravet under WACC) er *etter-skatt* krav. Dette fremgår ikke av IVS. Med formål om finansiell rapportering, vel å merke, presiserer IVS at diskonteringsrenten (og kontantstrømmen) skal være *før skatt*.¹⁶ (IVS Guidance Note 9)

Hvis man skal kunne påberope seg bruken av IVS må man følge standardens *Code of Conduct*. Man bør blant annet inkludere en sensitivitetsanalyse ved bruk av DCF-metoden som fremhever verdifølsomhet til endringer i nøkkelinndataene (for eksempel diskonteringsrente og uendelig vekstfaktor) (IVSC TIP1 2011). IVS presiserer videre at nytten ved å benytte en DCF-analyse ikke avhenger av hvor nøyaktig verddivurderingen viste seg å være i ettertid, men heller mengde og kvalitet på markedsdata benyttet for å støtte verdierestimater på verddivurderingstidspunktet.

EVS (2009) nevner DCF-metoden i forbindelse med fastsettelsen av *worth* og IFRS *virkelig verdi*. De ulike verdibegrepene diskuteres nærmere under. I tilfellet med beregning av *worth* skal kostnader ved avhending inkluderes i verdifastsettelsen. Er formålet derimot finansiell rapportering skal salgskostnader i følge EVS *ikke* inkluderes i verdsettelsen.

¹⁶Dette presiseres under IFRS - IAS 36 Verditap på eiendeler og ikke eksplisitt under IAS 40 Investeringseiendom.

4.1.2 KOSTNADSBASERTE METODER

Depreciated Replacement Cost (DRC) er en metode som ser på kostnaden ved å kjøpe en tilsvarende tomt og bygge et tilsvarende bygg på nytt. Kostnaden justeres så for elde og slitasje på det respektive bygget. Parameteren som benyttes er byggekostnad per kvadratmeter. Metoden bygger på forutsetningen om at ingen kjøper vil betale mer for en eiendom enn kostnaden for en tilsvarende eiendom, enten ved konstruksjon eller kjøp, med mindre særskilte risikoforhold, ubeleiligheter eller andre faktorer tilsier annet. (IVS Framework 2011) Metoden benyttes gjerne i situasjoner med fravær av sammenlignbare transaksjoner eller ved verdivurdering av nylig oppsatt eiendom. Ved svært gamle og nedslitte eiendommer er ikke metoden like anvendbar da justeringer for elde i seg selv utgjøre majoriteten av verdifastsettelsen (IVSC TIP 2 2011). IVS skiller mellom to typer gjenanskaffelseskostnader:

- Utskiftning (Replacement cost): Dagens kostnad ved lignende ny eiendom med mest mulig tilsvarende nytte.
- Reproduksjon (Reproduction): Dagens kostnad ved å produsere en kopi basert på samme eller nærliggende materialer.

Utskiftningskostnad er vanligvis den mest benyttede varianten da man vanligvis vurderer en alternativ eiendel kun hvis den tilfredsstillende lignende krav til nytte. Reproduksjonskostnad er derimot mer adekvat i situasjoner hvor utskiftning er dyrere enn reproduksjon, eller hvor tilsvarende nytte kun oppnås ved å produsere en kopi. For sistnevnte kan dette gjelde tilfeller med ikoniske bygninger hvis arkitektur er vel så viktig for eier som funksjonaliteten (IVSC TIP 2 2011).

Utskiftningskostnader bør inkludere alle direkte og indirekte kostnader knyttet til erstatningen. Direkte kostnader utgjør blant annet materiale, arbeidskraft og transport. Indirekte kostnader inkluderer blant annet arkitekt/design, juridiske kostnader, ingeniør, prosjektplanlegging, byggherre og andre administrative kostnader. I tillegg kommer også finanskostnader som påløper under konstruksjonen og beregnes basert på typisk kapitalstruktur, finansieringsvilkår og byggeperiode for lignende prosjekter (IVSC TIP 2 2011). Det er viktig å være kjent med markedets syn på eiendelens potensielle bruk, hvis ikke vil ikke en DRC-analyse gi et tilfredsstillende bilde på markedets verdiforventning og dermed ikke tilfredsstillende kravene for *virkelig verdi* under IFRS.

Begrepet *depreciation* tilsvarer i denne sammenheng verdiforringelse. Dette kan skyldes:

- fysisk slit og elde,
- funksjonell foreldelse og
- økonomisk foreldelse

Sistnevnte gjelder økonomiske forhold som ligger utenfor selve eiendelen, eksempelvis økonomiske endringer på bransjenivå eller nasjonale/ internasjonale makroøkonomiske endringer.

4.1.3 OPPSUMMERING

Vi har så langt i kapitlet sett på metoder for verdivurdering slik de fremkommer i de internasjonale standardene International Valuation Standards (IVS) og European Valuation Standards (EVS). Metodene er sammenfallende med teorien presentert av Damodaran (2002), med tilføyelsen av Depreciated Replacement Cost (DRC), også kalt *entreprenørmetoden*. (EVS 2009) Dette er en modell som krever god byggteknisk forståelse. En fullgod DRC-vurdering kan dermed være krevende for verdivurderere med mer finansøkonomisk bakgrunn. Dessuten er metoden lite egnet for verdsettelse av eldre bygg.

Hva gjelder bruken av DCF presiserer IVS at kalkyleperiode og timing av inn- og utbetalinger skal være markedsutledet. Standarden krever også bruk av sensitivitetsanalyser som indikerer verdifølsomhet tilknyttet de ulike innsatsfaktorene i modellen.

Den viktigste forskjellen fra teori diskutert i kapittel 3 er verdsettelsens hensyn til skatt og salgskostnader. Her må det derimot presiseres at Damodaran (2002) ikke definerer *formål* i samme utstrekning som de internasjonale standardene. Vi skal derfor se nærmere på det konseptuelle universet omkring verdivurdering og de implikasjoner dette kan ha for verdsettelsen.

4.2 DEFINISJON AV VIRKELIG VERDI

4.2.1 IVS OG EVS

Felles for IVS og EVS er at det skilles mellom ulike *verdigrunnlag* (basis for value) og *formål* (tilsvarende formålene introdusert i kapittel 2). Verdigrunnlagene kan i hovedsak deles opp i (i) *market value* og (ii) *non-market value*. Jeg har tillatt meg å oversette følgende begreper:

- *Markedsverdi (i)*: Representerer mest sannsynlige oppnåelige pris ved salg i et åpent marked på verdivurderingstidspunktet. Definisjonen tilsvarer IFRS *virkelig verdi*.
- *Investeringsverdi (ii)*: Verdi for en spesifikk investor. Kan inkludere eventuelle merverdier som ikke eksisterer for markedsaktørene generelt.
- *Fair value (ii)*: En rimelig pris fastsatt i enighet mellom to uavhengige parter på armlengdes avstand i en transaksjon som ikke nødvendigvis har vært eksponert i det åpne markedet. Dette verdigrunnlaget kan være relevant for formål enn finansiell rapportering (IVS Framework 2011).

IVS presiserer videre at markedsverdi reflekterer beste bruk av eiendelen (her eiendommen). Det vil si maksimal utnyttelse innenfor lovens grenser og det som er økonomisk lønnsomt. Dette kan komme av fortsatt bruk ved dagens tilstand eller videreutvikling (IVS Framework 2011). En vurdering av utviklingspotensial vil derfor være nødvendig i en fullgod verdivurdering etter IVS. Markedsverdi innebærer derimot at alle investor- eller finansieringsspesifikke karakteristika holdes utenfor verdivurderingen. Verdifastsettelsen skal baseres på objektive, observerbare markedsdata så langt som mulig og minimalt på skjønn.

4.2.2 RICS OG THE MALLINSON REPORT

The Mallinson Report (1994), skrevet av daværende leder for RICS' *Working party on Commercial Property Valuations*,¹⁷ presenterer resultatene fra en omfattende kvalitativ undersøkelse av verdsettelsesprofesjonen. Formålet med rapporten var å kartlegge misnøye i markedet vedrørende profesjonelle verdivurderinger og deretter presentere konkrete tiltak for å bedre tilliten til verdivurderingene i markedet. Rapporten er riktignok over 20 år gammel, men jeg anser problemstillingene for å være vel så relevante i dagens eiendomsmarked.

Undersøkelsen er favner vidt, men mye av fokuset er på uklarheter rundt de mange ulike definisjonene av *virkelig verdi*. Undersøkelsen viste stor forvirring rundt de ulike verdibegrepene benyttet i markedet:

- Open market value (OMV)
- Open market value for existing use (OMVEU)

¹⁷RICS dannet i 1994 en kommisjon (working party) med mål om å kartlegge utfordringene slik de ble oppfattet av aktørene i eiendomsmarkedet og komme med mulige tiltak for å bedre tilliten til verdivurderinger, og da spesielt eksterne verdivurderinger.

- Estimated realisation price (ERP)
- Estimated restricted realization price (ERRP)
- Defined accounting value (DAV)
- Depreciated replacement cost (DRC)
- Special situation value (SSV)
- Calculation of worth (CW)

Mallinson (1994) definerer videre 6 ulike hovedformål med tilhørende verdigrunnlag. Jeg har tillatt meg å oversette følgende begreper:

1. *Notional price*: Teoretisk pris i et åpent marked utledet av en universell og formalisert modell (OMV og OMVEU). Estimert er nåtidsrettet.
2. *Achievable price*: Oppnåelig pris hvis eiendommen skulle legges ut på det åpne markedet på et gitt tidspunkt i fremtiden og under gitte omstendigheter (ERP, ERRP).
3. *Special situation value*: Kalkulert pris under spesielle omstendigheter (for eksempel under særegne lovbestemmelser, fisjon eller fusjon). Estimert er fremtidsrettet (SSV).
4. *Worth*: Kalkulert verdi til sammenligning av pris (CW).
5. *Stable value*: Stabil, langsiktig verdi fritatt for dag til dag-prisvariasjoner.
6. *Non-market valuation*: Kalkulert verdi på eiendom som ikke er del av det åpne markedet og ikke etterstreber å reflektere pris (DRC og DAV).

Formålene 1 og 2 er hva Mallinson (1994) kaller *marginal verdierdivurderinger*. Dette betyr at verdiestimatet reflekterer kortsiktige markedsdrivere, ikke bare i eiendomsmarkedet, men også i andre finansmarkeder. Verdigrunnlaget korresponderer med IFRS' *virkelig verdi*. (jf. kapittel 2)

Undersøkelsen avdekket også misnøye blant eiendomsaktører vedrørende verdigrunnlagene OMV og OMVEU. For det første var det mange som mente at OMV ikke var et tilfredsstillende verdigrunnlag for eiendommer som sjeldent omsettes eller befinner seg i perioder med lite markedsaktivitet (få sammenlignbare transaksjoner). OMVEU ble kritisert for uklarheter rundt betydningen av *existing use*. Videre ble det argumentert for at prisvolatiliteten i markedet er irrelevant for eiere som forutsetter kontinuerlig eierskap. Det tilsier at markedsverdi som kommuniseres i den finansielle rapportering *ikke nødvendigvis er like relevant for alle brukere*.

Stable Value har intet tilknyttet verdigrunnlag og er ikke representert i RICS' retningslinjer. Dette begrunnes med at den er alt for subjektiv. *Worth* skal i følge rapporten i utgangspunktet ikke benyttes som verdigrunnlag for markedsverdi så lenge komparative markedsdata eksisterer (Mallinson 1994). *Pris* er markedsdrevet ved transaksjoner mellom uavhengige parter, og *worth* er subjektiv og basert på eierspesifikke omstendigheter (Mallinson 1997).

French (1996) påpeker at noen verdivurderere nekter å si seg enig i distinksjonen mellom *pris* og *worth*. De argumenterer for at en eiendom er verdt det den kan selges for og derfor må pris tilsvare *worth*. French (1996) avfeier dette ved å trekke frem den underliggende motivasjonen i enhver investeringsbeslutning:

"(...) investors trade or retain based on their own perception of the future and consequently their own yield requirement. Each of these will differ from investor to investor. If they did not, there would be no market." (French 1996 s. 50)

4.2.3 OPPSUMMERING

Vi har i dette kapitlet sett at internasjonale guidelines for best practice stort sett anbefaler de samme metodene som presentert i kapittel 3. IVS legger til presiseringen om å holde skatt og andre investorspesifikke forhold utenfor verdsettelsen så lenge formålet er å fastsette markedsverdi. IVS, EVS og RICS skiller alle mellom ulike *verdigrunnlag* som definerer kontekst og avgrensner omfang av verdivurderingen. Felles for dem alle er målet om å redusere, så langt som mulig, skjønn, og misoppfattelser mellom brukere av den kommuniserte verdien. Nøkkelordet her er nettopp *kommunikasjon*. Hva en investor mener om verdi er irrelevant for markedet så lenge dette ikke kommuniseres, enten gjennom en transaksjon, i finansiell rapportering eller ved andre uttalelser. Ved mangel på det første blir de andre alternativene desto viktigere. Betydningen av IFRS i markedet blir større med økende antall børsnoteringer, eller kapitaltørke og fallende aktivitet. Holdninger og *tillit* til rammeverket blir således også viktigere. I neste kapittel presenteres studier på dette området samt undersøkelser av praksis for verdivurdering i ulike land.

5 TIDLIGERE STUDIER

5.1 TRADISJONELLE VERSUS KONTEMPORÆRE METODER

Mallinson (1997) argumenterer for at kontemporære metoder som DCF (neddiskonterte kontantstrømmer) først og fremst er hensiktsmessige for å kalkulere *worth* (jf. kapittel 4). Metoden kan derimot være svært hensiktsmessig i fraværet av komparative markedsdata, gitt at metoden benyttes på en konsistent måte og dens resultater er dokumentert i databaser tilgjengelige for verdivurderingsprofesjonen (Mallinson 1994).

Dette støttes av Adams et al. (1999), men de tar steget videre ved å påstå at DCF er en mer hensiktsmessig metode for å fastsette *markedsverdi* enn den tradisjonelle yieldmetoden. Her argumenteres det for at den enkle yieldmetoden ikke fungerer for eiendomsmarkedet grunnet dets manglende likviditet og sterke heterogenitet. Kapitaliseringsfaktoren (totalkapitalkravet), også kalt *all risk yield (ARY)* inneholder implisitte forutsetninger om inntektsvekst, risiko og kapital slit. Dette er mye informasjon som kan være vanskelig å samle i ett tall. Kun små variasjoner i yield kan få vesentlig effekt på verdiestimatet.

ARY var i utgangspunktet benyttet i et marked med lange kontrakter, gjerne så mye som 20 år (Adams et al. 1999). Etter hvert som markedet opererte med kortere kontrakter og muligheter for leieregulering ble forutsetningen om uendelig, konstant vekst i inntekt ikke like relevant (jf. kapittel 3). Dette ga opphavet til et nytt begrep i verdsettelseslitteraturen, *equivalent yield*, og tilsvarer investeringens internrente (IRR). IRR angir diskonteringsrenten som gir netto nåverdi av en kontantstrøm (det vil si fratrukket kjøpspris) lik null. IRR ble utledet av kontantstrømmen til sammenlignbare eiendommer og deretter benyttet i den enkle yieldmetoden for å estimere pris (Adams et al. 1999). Svakheter ved denne metoden ble synliggjort under eiendomsresesjonen på 1990-tallet. Etter hvert som leienivået falt ble mange eiendommer overvurdert grunnet at kontraktsleien lå over markedsleien. Med manglende muligheter for leieregulering ga dette eiendommen samme inntektskarakteristika som en statsobligasjon, med fast inntekt i leieperioden og en risikopremie avhengig av leietageren (Adams et al. 1999). Valg av passende yield krevde således en langt mer inngående risikoanalyse med hensyn til kapitalmarkedet. I denne situasjonen ble den tradisjonelle yieldmetoden alt for rigid og lite hensiktsmessig.

Adams et al. (1999) konkluderer med at bruken av DCF for verdivurdering av eiendom er mer hensiktsmessig enn den tradisjonelle yieldmetoden da den tillater en mer fleksibel håndtering av risiko i diskonteringsrenten eller i kontantstrømmen. Derimot presiseres det at yieldmetoden må benyttes for å rimelighetsvurdere verdsettelsen *så lenge metoden fortsatt benyttes i markedet.*

Yieldmetoden har fått kritikk fra flere akademiske hold. Hungria-Garcia et al. (2004) finner i en empirisk undersøkelse av det svenske eiendomsmarkedet at det fortsatt regjerer mye konseptuell uklarhet rundt de mange yieldbegrepene. Så langt i oppgaven har vi diskutert direkteyield, exit yield og prime yield i kapittel 3, og her equivalent yield og all risk yield (ARY), og det fremkommer fortsatt flere (income yield, initial yield, dividend yield, equated yield osv.). Hungria-Garcia et al. (2004) finner videre at de viktigste utfordringene i verdivurderingen, sett fra aktørenes side, er mangel på sammenlignbare transaksjoner, estimering av markedsleie og fastsettelse av exityield. Andre særlige utfordringer er vurdering av langsiktig ledighet og definisjon av eierkostnader.

5.2 FINANSTILSYNETS RAPPORT

Innledningsvis i kapittel 1 nevnes kort undersøkelsen foretatt av Finanstilsynet i 2010. Formålet var som sagt å gjennomgå verdsettelsesmetodikk for investeringseiendom til enkelte børsnoterte selskaper. Metodikk ble vurdert etter krav i henhold til IFRS og IAS 40 (jf. kapittel 2). Rapporten viser til følgende funn:

Aktørene i undersøkelsen benytter i hovedsak DCF-metoden, understøttet av tilgjengelig markedsdata. Den modelltekniske utformingen varierer mellom aktørene. Dette gjelder også kalkyleperiode, tidspunkt for inn- og utbetalinger, metode for beregning av exitverdi og håndteringen av flere leietagere i samme bygg.

Metodikk for fastsettelse av markedsleie ved utgangen av kontraktløpetiden varierer mellom aktørene. Noen beregner en forventning basert på tidligere kontraktsleie i bygget. Andre benytter dagens markedsleie med eller uten justeringer (bygg eller området). Rapporten nevner Eiendomsverdi Næring og Dagens Næringslivs (DN) eiendomsindeks som kilder til markedsleie. Selskapene leverer statistikk på leiepriser, kontraktslengde og kontraktsvolum i kontorsegmentet etter en inndeling av de ulike delene av Oslo. DNs indeks utarbeides av et

ekspertpanel bestående av representanter fra OPAK AS, DnB NOR Næringsmegling AS, Akershus Eiendom AS og DTZ Realkapital AS. Panelet gir også en yieldindeks. Her kan det også nevnes at OPAK (rådgiver innen bygg- anlegg og eiendomsbransjen) også leverer nøkkeltall på eierkostnader i markedet. Finanstilsynet understreker at markedsleien kan svinge betydelig, spesielt på kort sikt. Dagens markedsleie trenger dermed ikke være et godt estimat på fremtidig leie.

Ledighet kan utgjøre betydelig inntektstap og burde i følge rapporten vurderes opp mot historikk i segment, i området og i selve bygget. Hva gjelder eierkostnader foreslår Finanstilsynet at disse bør vurderes opp mot budsjetter og historiske kostnader i bygget. Det presiseres videre at sjablongmessige satser basert på OPAKS nøkkeltall ikke er tilstrekkelig for en fullgod verdivurdering etter IAS 40.

Hva gjelder fastsettelse av diskonteringsrenten understreker Finanstilsynet at rapporterte yielder ikke er anvendbare i DCF-modellen da dette er et realavkastningskrav på ett års kontantstrøm og er således ikke et godt estimat på langsiktig avkastningskrav. Undersøkelsen viser at noen aktører tar hensyn til risiko i kontantstrømmen, mens andre justerer for dette i diskonteringsrenten. Finanstilsynet oppfordrer til mer ensartet metodikk for håndteringen av risiko i verdsettelsen, og foreslår at eiendomsspesifikk risiko legges til kontantstrømmen fremfor diskonteringsrenten. Videre nevnes det i rapporten at ingen av aktørene kunne vise til tilfredsstillende dokumentasjon av forutsetningene bak den anvendte diskonteringsrenten. Som sagt i kapittel 1 viser undersøkelsen også utbredt bruk av skjønn hvor Finanstilsynet stiller seg kritisk til aktørenes manglende begrunnelse.

Finanstilsynet er av den oppfatning at noen av de viktigste utfordringene er å implementere interne rutiner og metoder for dokumentasjon, systematisering og sammenstilling av data. Konsistens i metodebruk, over tid og på tvers av eiendommer, muliggjør etterprøving av resultatene. Dette bør aktørene etterleve i verdirapporteringen underlagt IFRS.

5.3 PRAKSIS I EUROPA

En nylig empirisk undersøkelse gjennomført av Hordijk et al. (2011) på verdivurderingspraksis i et utvalg europeiske land¹⁸ viser klare variasjoner hva gjelder

¹⁸Frankrike, Tyskland, Italia, Nederland, Portugal, Russland, Spania og Storbritannia.

verdigrunnlag, måleenhet for areal, normal kontraktslengde, eierkostnader og tilgjengelige kilder til markedsleie og priser. Resultat vedrørende kontraktslengde velger jeg å se bort fra da undersøkelsen angir eiendomssegment kun for noen av landene. Resultatene er aggregert per land. Rapporten presenterer resultater fra kun deler av en pågående og nokså omfattende undersøkelse. Ytterligere funn blir presentert i en oppfølgingsrapport når denne foreligger. De umiddelbare funnene er likevel interessante, da de kan gi en indikasjon på hvilke områder man kan forvente variasjoner i praksis.

50 % av landene benytter alltid *markedsverdi* som verdigrunnlag, mens 37 % kun benytter det av og til (tilsvarende IFRS *virkelig verdi*). Andre nevnte verdigrunnlag som *value in use*, *skatteverdi* og *likvideringsverdi*. (Definisjoner av sistnevnte fremkommer ikke av undersøkelsen.) På spørsmålet om måleenhet for areal ble hele 12 ulike måleenheter nevnt.

Videre viste undersøkelsen varierende praksis hva gjelder innholdet i eierkostnader. Ca 50 % av landene anser vedlikeholdskostnader som en eierkostnad. I overkant av 85 % inkluderer også utvendig vedlikehold i eierkostnaden. 100 % anser energikostnader som leietagers kostnad, mens 55 % anser forsikring som en del av eierkostnadene.

På spørsmålet om tilgjengelige kilder til markedsdata (leie og transaksjonspriser) er det interessant å se at interne databaser anses som den mest pålitelige kilden (75 %). 50 % anser også uformelle nettverk som gode kilder. 75 % benytter *ikke* nasjonale eiendomsregistre og resterende 25 % benytter dem, men anser dem som dårlige. I overkant av 85 % av landene benytter eiendomsmagasiner, men mener de er av dårlig kvalitet. I underkant av 65 % av landene benytter tredjeparts databaser, men vurderer dem til å inneha moderat kvalitet.

Kort oppsummert er det interessant å se de store variasjonene i praksis mellom ulike europeiske land, noe som kan indikere mangler i de internasjonale standardene diskutert i kapittel 4. Verdigrunnlag, eierkostnader og tilgang på markedsdata vil kunne ha avgjørende betydning for verdiestimatet. Metodikk ser ut til å være landsspesifikk og varsomhet må derfor utøves ved bruk av internasjonale data og muligens også faglitteratur.

5.4 MANGLENDE TILLIT TIL IFRS OG VIRKELIG VERDI

Nellessen og Zuelch (2011) har forsøkt å forklare tidligere påviste avvik mellom eiendomsselskapers verdijusterte egenkapital (markedsverdi av totalkapital fratrukket gjeld) og selskapets markedsverdi (verdi av total utestående aksjer).¹⁹ I en analyse av europeiske eiendomsselskap finner de at avvikene kan forklares av manglende tillit til virkelig verdiestimat under IFRS. Dette forklares med følgende tre hovedgrunner:

- Svakheter ved eksterne verdivurderinger
- Varierende verdivurderingsmetodikk
- Manglende sammenlignbare data (nylig realiserte priser på sammenlignbare eiendommer)

Empiriske studier av Clayton et al. (2001) viser at eksterne verdivurderinger påvirkes av historiske verdivurderinger og lagger (tidsslep) i forhold til markedsdata. Grunnen er, i følge dem, todelt: For det første skyldes dette manglende tilgang på tidsriktig markedsdata. For det andre finner de at verdivurderere som verdsetter samme eiendom over flere perioder får forutinntatte holdninger som påvirker verdifastsettelsen. Sistnevnte har fått betegnelsen *sticky values* eller *glatting (smoothing)* i eiendomslitteraturen. Dette er indikasjoner på at verdivurderinger ikke klarer å treffe den sanne markedsverdien. Brown og Matysiak (2000) finner derimot at verdiglatting over tid på enkelte eiendommer ikke er et så stort problem som først antatt. De mener den tilsynelatende glattingen på indeksnivå skyldes begrensninger ved, og mangfoldet av, verdivurderingsprosesser.

Nellessen og Zuelch (2011) viser til de mange publiserte bransjestandardene verden over, som stort sett tilbyr sammenfallende best practice for verdivurdering. Derimot er ikke alle metodene sammenfallende med IAS 40 da standardene tilbyr varierende metodikk avhengig av formål. Dette har vi sett i kapittel 4. Da IFRS ikke gir en klar fremgangsmåte for fastsettelsen av virkelig verdi, kan det være vanskelig å sammenligne rapporterte eiendomsverdier, spesielt på tvers av landegrenser.

Nils Arne Gundersen, tidligere direktør og partner i Newsec (ekstern verdivurderer), gjør et poeng av at eksterne verdivurderinger baseres på dokumenterte, sammenlignbare data i nær tid. Verdiestimatet er således noe retrospektivt i forhold til markedsutviklingen, både i

¹⁹ Investorer i eiendomsmarkedet benytter ofte VEK (verdijustert egenkapital) til børsnoterte selskap som et mål på eiendommenes markedsverdi. Dette er i teorien rimelig, da verdi av et selskap bør reflekteres av markedsverdien til selskapets eiendeler, her eiendommene (Nellessen og Zuelch 2011).

oppgangstider og nedgangstider (Gundersen 2009). Han understreker videre at profesjonen er bevisst på de enorme verdiene som påvirkes av deres verdivurderinger. Uavhengighet, forsvarlighet og etikk står derfor høyt på deres agenda i enhver verdivurdering (Gundersen 2009).

5.5 OPPSUMMERING

Vi har i dette kapitlet sett på funn i nasjonale og internasjonale studier vedrørende verdivurderingsmetodikk i teori og praksis. Fra metodikkvurderingen av Adams et al (1999) ser vi at den enkle yieldmetoden er lite hensiktsmessig i usikre markeder da ARY (totalkapitalkravet) må inkorporere flere komplekse risikoelementer. DCF-metoden har den klare fordel ved å kunne ta hensyn til risiko over tid, enten i diskonteringsrenten eller i kontantstrømmen. Derimot er det viktig å benytte de metoder som generelt anvendes i markedet, og hvis dette viser seg å være yield, burde denne benyttes som en rimelighetsvurdering (Adams et al. 1999). Utfordringen her er derimot de mange yieldbegrepene. Dette ser ut til å ha skapt noe forvirring, spesielt rundt hva som faktisk kommuniseres i de rapporterte yieldene (Hungria-Garcia et al. 2004). Sammenlignbarhet kan derfor være en klar utfordring, både hva gjelder eiendommens karakteristika og anvendt metodikk.

Undersøkelser av praksis i Norge og internasjonalt viser tendenser til at DCF er den mest benyttede metoden, men at det foreligger mye variasjon i elementene i modellen, kalkyleperiode og timing for inn- og utbetalinger.

En regresjonsanalyse av Nellessen og Zuelch (2011) viser tegn på mistillit til *virkelig verdi* kommunisert gjennom den finansielle rapporteringen under IFRS. Dette forklares delvis av varierende metodikk, men også svakheter ved profesjonelle verdivurderinger hvor *glatting* ser ut til å være den viktigste. Med dette kan man stille seg spørsmålet om hvem som er best skikket til å verdivurdere: eksterne eller eieren selv.

OPPSUMMERING DEL 1

Så langt i oppgaven har vi sett noen av de mest sentrale problemstillingene ved det komplekse temaet som verdivurdering faktisk er. Som presisert i kapittel 1 har oppgaven som formål å besvare følgende problemstillinger:

1. *Hva er kriteriene for best practice?*
2. *Hvilken metodikk anses som best practice i teori og praksis?*

Litteraturen og teorien diskutert i denne første delen har avdekket interessante trender i eiendomsmarkedet hva gjelder strukturelle endringer og finansteorisk metodikk for verdivurdering. Kapittel 2 ga en veldig overordnet introduksjon til eiendomsmarkedet. Kort oppsummert ser man utviklingen mot et mer internasjonalt og aktivt eiendomsmarked drevet av sammensatte risiko- og verdidrivere tilknyttet kapitalmarkedet og økonomien for øvrig. Til tross for større aktivitet, også i det norske markedet, har ikke eiendom blitt et *likvid* aktivum på samme måte som andre finansielle aktiva. Økende sensitivitet til makroøkonomiske drivere og fraværet av sammenlignbare priser setter stadig høyere krav til verdivurderere. En god forståelse av disse markedskreftene er avgjørende for kunne gjøre fornuftige forutsetninger og fremtiden.

Med dette i bakhodet, samt en gjennomgang av regnskapsprinsipper og IFRS *virkelig verdi* kunne vi definere følgende tre hovedkriterier for best practice:

4. Verdivurderingen skal skape *tillit* i markedet ved at verdiestimatet baseres på data som er *relevant* (objektiv og gjenspeiler markedsf forholdene på verdivurderingstidspunktet) og *pålitelig* (valid).
5. Verdivurderingen skal være *etterprøvable*.
6. Verdivurderingen skal være *sammenlignbar* med andre rapporterte eiendomsverdier.

Substansielt innhold (jf. bakgrunnsmodell 2) i metodikk avhenger av hvorvidt den aktuelle modellen tar hensyn til ovennevnte kriterier. Hva som anses som *relevant* avhenger av *formålet med- og bruker av* verdsettelsen. Som vi så i kapittel 4 skiller internasjonale retningslinjer mellom ulike *verdigrunnlag* med mål om å definere konteksten rundt verdifastsettelsen. Internasjonale studier viser derimot mistillit til IFRS' *virkelig verdi* og verdivurderingsprofesjonen. Markedet kan derfor være tjent med å benytte gode, standardiserte retningslinjer med mål om å redusere skjønn i verdsettelsen og kommunisere

grunnlaget for fastsatt verdi. Dette vil kunne øke påliteligheten til verdivurderingene. Generelt økende transparens i metodikk og forutsetninger vil kunne bedre tilliten i markedet. Drøftelsen i kapittel 8 gir en mer inngående sammenligning av metodikk med hensyn til kriteriene for best practice, ved å ta hensyn til funn i den empiriske undersøkelsen.

Kort oppsummert, kapittel 3 og 4 introduserte fire ulike fremgangsmåter for verdivurdering:

- Inntektskapitaliseringsmetoder (Discounted Cash Flow og yieldmetoden)
- Relativ verdivurdering (pris per kvadratmeter)
- Kostnadsbaserte metoder (Depreciated Replacement Cost)

Ulike forutsetninger gir ulike fordeler og ulemper i valg av metode. Kapitaliseringsmetodene setter fokus på avkastning og eiendommens evne til å generere profitt. Risiko står dermed svært sentralt, men det er vanskelig å være objektiv i denne vurderingen, og modellene tillater individuelle tilpasninger i netto leieinntekter. Yieldmetoden er enkel i teorien, noe som har gjort den til et veldig populært nøkkeltall de siste 20 årene. Metoden er derimot lite egnet til å forklare forutsetningene i verdsettelsen, og man kan dermed også fort overse viktige sammenhenger i verdiutviklingen i markedet. Den er dessuten også lite egnet i praksis i tider med høy usikkerhet.

DCF har fordelen ved å vise forutsetninger eksplisitt og setter dermed også større fokus på de ulike risiko- og verdidriverne i markedet. Den er dermed kanskje mer framtidsrettet ved at man blir tvunget til å konkretisere antagelser om kontantstrømmens risiko fra år til år. Ulempen med metoden er at den fort kan innebære vel så mye bruk av skjønn som en enkel yieldbetraktning.

Relativ verdivurdering krever innsikt i nylige priser på sammenlignbare bygg med lignende kontantstrøm. Slik informasjon kan det være vanskelig å få tak i, og justeringer med hensyn til det aktuelle bygget, området, leietagere osv. krever mye skjønn. Fordelen er at den er nokså enkel, men er nok mest egnet som en rimelighetsvurdering fremfor en selvstendig verdivurdering.

DRC er metoden som fokuserer mest på egenskapene og bruksverdien til selve eiendommen, det vil si materialet, arealutnyttelse, energieffektivitet osv. Metoden har med andre ord et mer teknisk fokus sammenlignet med inntektskapitaliseringsmetodene, som har mer fokus på avkastning. Se vedlegg 5 for oppsummeringsmodell som sammenligner metodikk diskutert i del 1.

Med ovennevnte funn går vi over til del 2 som presenterer metode og funn i den empiriske undersøkelsen.

*Everything that can be
counted does not necessarily
count, everything that count
cannot necessarily be counted.*

*Albert Einstein
(1879-1955)*

6. DATAGRUNNLAG OG METODE

Med litteraturanalysen i del 1 som utgangspunkt går vi nå over til den empiriske delen av utredningen. Målet med de påfølgende kapitlene er å undersøke hvorvidt regnskapsregler, prinsipper, verdsettelsesteori, standarder og guidelines reflekteres i dagens reelle praksis. Et sentralt spørsmål blir derfor om kriteriene for best practice opprettholdes, eller om de i det hele tatt er realistiske. Dette kapitlet gir en introduksjon til forskningsmetodikk og datagrunnlag i analysen.

6.1 FORSKNINGSOPPLEGG

Det ideelle forskningsopplegget avhenger av den formulerte problemstillingen. På tilsvarende måte som en verdsettelse skal etterstrebe gyldighet og relevans skal en empirisk undersøkelse etterleve samme krav. Et godt forskningsdesign beskriver systematikk i datainnsamling, og analyse og vil dermed tilrettelegge for etterprøving av funnene i undersøkelsen (Jacobsen 2005).

6.1.1 METODISK TILNÆRMING

Valg av datainnsamlingsmetode er motivert av målet om å få et så nøyaktig bilde av virkeligheten som mulig. Her skilles det mellom to hovedmetoder: *deduktiv* og *induktiv*. Den første betegner prosessen ved først å danne en forventning, basert på tidligere teori og empiri, og dernest innhente data for å se om forventningen er representativ for virkeligheten. Den induktive tilnærmingen går motsatt vei ved først å innhente data uten noen systematisert agenda og deretter utvikle en teori basert på funnene (Jacobsen 2005).

Valg av metode bør bygge på forskerens oppfatning av hvordan virkeligheten "faktisk er". Denne læren om virkeligheten betegnes som *ontologi*. Her skilles det mellom to skoler: den *positivistiske* og den *hermeneutiske* virkelighetsoppfatningen (Jacobsen 2005). Positivistene mener det finnes én objektiv virkelighet utenfor oss selv med generelle lover på lik linje med naturlover, som kan studeres på en objektiv måte. Den hermeneutiske skolen, gresk for fortolkning eller forståelse, er uenig i denne virkelighetsoppfatningen. Her fokuseres det på den mest opplagte forskjellen på mennesker og "døde ting":

"(...) Mennesker lærer, reagerer på ny kunnskap og endrer adferd (...)." (Jacobsen 2005 s.25)

Jacobsen (2005 s.32) eksemplifiserer videre med to ytterpunkter for virkelighetsoppfatningen i kombinasjon med den mest hensiktsmessige metodiske tilnærmingen:

- Deduktiv tilnærming: *"Objektiv virkelighet som kan studeres gjennom objektive metoder og mål."*
- Induktiv metode: *"Virkeligheten er konstruert av mennesker og må studeres ved å undersøke hvordan mennesker oppfatter virkeligheten."*

Man vil nok ikke finne noen direkte fasit på hvilken metode som fanger virkeligheten best, noe som har vært grunnlag for iherdig debatt blant teoretikere. Med hensyn til oppgavens andre delspørsmål, *"Hvilken metodikk anses som best practice i teori og praksis?"*, er formålet med undersøkelsen å få innsikt i hva aktørene faktisk gjør og mener. Da jeg i forkant av prosjektet hadde nokså lite kunnskap om eiendomsmarkedet, valgte jeg en åpen og fleksibel tilnærming for å få innsikt i temaets omfang, hvorav motivasjonen for litteraturgjennomgangen i del 1 har sitt naturlige opphav. Denne forkunnskapen var avgjørende for kunne definere de spørsmål jeg videre måtte stille i undersøkelsen.

Mitt utgangspunkt var således den deduktive tilnærmingen med litteraturgjennomgangen som hypotese for virkeligheten. Valg av metodisk tilnærming er etter min vurdering ikke fullt så svart/hvitt. I del 1 konkluderte jeg med at *best practice* er et sammensatt begrep som beskriver flere steg i en prosess. De mest verdisensitive innsatsfaktorene er også de som fastsettes med høyest grad av skjønn. Verdivurdererens egen virkelighetsoppfatning er derfor helt avgjørende i verdifastsettelsen. Jeg mener derfor at virkelighetsoppfatningen beskrevet under den induktive metoden er et mer representativt utgangspunkt for del 2.

Sett oppgaven under ett kan de to definisjonene virke nokså rigide, noe som også har ledet frem til en mer fleksibel tilnærming. I dag snakker man heller om mer eller mindre *åpne* metoder for datainnsamling (Jacobsen 2005). Grad av åpenhet sier noe om hvor mye man begrenser den dataen man innhenter.

6.1.2 KVANTITATIV VERSUS KVALITATIV METODE

Som sagt i kapittel 1 har jeg valgt en eksplorativ tilnærming for å besvare oppgavens forskningsspørsmål. Dette begrunnes med ønske om å belyse ulike nyanser ved et tilsynelatende komplekst fenomen. Jacobsen (2005) konstaterer at en eksplorativ problemstilling krever en metode som går i dybden og er åpen for kontekstuelle forhold. Dette

krever konsentrasjon om færre data i et *intensivt opplegg*. Det vil si prioritering av mange variabler framfor mange enheter. Den kvalitative metoden er i slike tilfeller et naturlig valg (Jacobsen 2005).

Kvantitative metoder er i stor grad underlagt den deduktive tilnærmingen da datagrunnlaget må defineres i forkant for at det skal kunne måles i etterkant. Kvalitative metoder gir derimot større rom for fleksibilitet i datainnsamlingen, noe som passer meg bra da jeg ikke vil begrense aktørens virkelighetsbilde vedrørende verdivurderingsprosessen. En kvalitativ undersøkelse er en studie av ord og kan ikke måles på samme måte som tallgrunnlaget i en kvantitativ studie. Den er dermed underlagt større grad av subjektivitet og dataene kan dermed være vanskeligere å tolke. Basert på Bryman og Bells (2007) sammenligning av henholdsvis kvalitativ og kvantitativ metode kan man oppsummere de viktigste forskjellene som følger:

- Ord versus tall
- Nærhet versus distanse (forsker og forskningsobjekt)
- Induktiv versus deduktiv
- Rik og dyp versus hard og pålitelig data
- Kontekstuell versus generaliserende læring

De viktigste svakhetene ved den kvalitative metoden er at den er langt mer subjektiv enn den kvantitative, og langt mer ressurskrevende. Studien er vanskelig å gjenskape grunnet dens kontekstuelle og relasjonelle avhengighet. Videre kritiseres den for at funnene vanskelig kan la seg generalisere grunnet manglende dekning av totalpopulasjonen. Kritikkk rettes også til metodens manglende gjennomsluktighet i selve gjennomføringen (Bryman og Bells 2007). Den kvantitative metoden er derimot langt mer begrensende og lite hensiktsmessig med hensyn til oppgavens formål. Jeg har derfor valgt den kvalitative tilnærmingen i form av halvstrukturerte dybdeintervju.

6.2 INTERVJUMETODIKK

Generelt vil et intervju kunne identifisere momenter som ikke like lett lar seg avdekke i en strukturert spørreundersøkelse. For eksempel kan holdninger til markedsdynamikken og ulike typer risiko, samt forventninger til fremtiden, fremtone gjennom ordvalg og kroppsspråk. Intervju gir også muligheten til en mer helhetlig og nyansert forståelse av problemstillingen

ved at respondentene kan trekke frem aspekter som ikke ble synliggjort i litteratur- og teorianalysen. Dessuten er det intervjuobjektets (heretter informanten) virkelighetsoppfatning jeg ønsker å beskrive, noe som krever åpne spørsmål, og så lite veiledning som mulig.

Nytten av et intervju avhenger av fagkunnskapene og intervjuferdigheter hos intervjuer, samt intervjuets utforming. (Yin 2009) Et dybdeintervju tillater en enorm informasjonsutveksling, som kan være vanskelig for intervjuer å registrere, prosessere, strukturere og til slutt generalisere (Jacobsen 2005). Menneskers psyke fanger opp og systematiserer noe og overser noe annet etter hva som anses som viktig. Det vil derfor alltid være en fare for at intervjuer ikke får med seg alt som kommuniseres under intervjuet. Systematiseringen hos intervjuer er også farget av hans eller hennes forkunnskaper, noe som tilsier fordeler og ulemper ved mye ekspertise. Mennesker vil gjerne fokusere på informasjon som støtter opp om tidligere antagelser.

Intervjuer kan gjennomføres på ulike måter. Kumar (2005) nevner følgende alternativer: dybdeintervju, fokusgrupper, fortellende intervju (ustrukturert hvor forsker lytter passivt) og historiefortelling (ustrukturert med mer dialog). Siden målet med intervjuet er å få et helhetlig bilde av aktørens praksis, samt motivasjon for valg av metode, har jeg valgt dybdeintervju med en halvstrukturert utforming. Dette innebærer bruk av en forhåndsdefinert intervjuguide fungerende som overordnet agenda for intervjuet. Intervjuguiden har også rollen som rettesnor for intervjuer slik at hvert intervju foregår på så like premisser som mulig, og tillater dermed sammenligning av data i etterkant.

6.2.1 VALG AV INFORMANTER

Valget av informanter bør baseres på problemstillingen og informasjon som besvarer denne. Prosessen er veldig ressurskrevende. Først må man foreta et utvalg av ønskede informanter, deretter søke kontakt med relevante personer og "selge prosjektet" slik at de ønsker å sette av tid til å delta. Neste steg er å avtale tid og sted, gjennomføre intervjuet, deretter transkribere og til slutt få godkjent intervjumaterialet av informanten. Til slutt skal alle intervjuene systematiseres for så å analyseres. Jeg var derfor nødt til å velge et mindre antall informanter og la disse fungere som representanter for praksis i det norske markedet.

Med målet om å beskrive praksis for verdivurdering i dagens norske eiendomsmarked ønsket jeg et bredt utvalg som kunne gi en viss indikasjon på praksis i de ulike aktørgruppene diskutert i kapittel 2. Kriteriene for utvalget var følgende:

- Type aktør (langsiktig/ kortsiktig forvalter/utvikler, fond, ekstern verdivurderer og forretningsbank)
- Størrelse (andel av markedet)
- Offentlig/privat eierskap

Jeg ønsket en representant for hver av aktørgruppene nevnt over, noen av de største i markedet samt noen mindre aktører, og i tillegg til private aktører, en representant fra det offentlige. Basert på fagartikler, uttalelser i media, foredragsholdere på næringsmesser og konferanser samt forslag fra sentrale aktører i bransjen valgte jeg følgende aktører for undersøkelsen (se vedlegg 6 for utsendt prosjektbeskrivelse).

Deltagere	Informant	Stilling
Livselskap (forvalter og utvikler)		
1 Anonym (A)	Anonym	Økonomisjef, business controller
2 Storebrand Eiendom	Frode Åsenden og Maren S. Oftedal	Admin.Dir., analytiker
Eiendomsselskap (forvalter og utvikler)		
3 Anonym (B)	Anonym	Admin. Dir., økonomisjef
4 OBOS Forretningsbygg	Øystein M. Høggholen	Controller
Rådgivning, megling og fondsforvaltning		
5 Anonym (C)	Anonym	Daglig leder, analytiker, megler, asset manager
6 FIRST Newsec Asset Management	Asle Løvstad	Admin. Dir.
Ekstern verdivurderer		
7 Anonym (D)	Anonym	Analytiker
8 Newsec AS	Jøn H. Dahlberg Årstad	Admin. Dir.
9 Bygg og Eiendomsrevisjon (BER)	Johan Berg-Svendsen	Admin. Dir.
Offentlig eiendomsforvalter og utvikler		
10 Statsbygg	Margrethe Fløystad og Stian Korneliussen	Avdelingsdirektør, Anskaffelse og Avhending
Forretningsbank		
11 Nordea Næringseiendom	Tore Vatne	Banksjef

Tabell 1: Informanter

Utvalget består av 6 ulike aktørgrupper:

1. Livselskap
2. Eiendomsdelskap (forvaltning og utvikling som kjernevirksomhet)
3. Finansiell rådgivning, megling og fondsforvaltning (heretter *fondsforvalter*)
4. Ekstern verdivurderer
5. Offentlig eiendomsforvalter og utvikler

6. Forretningsbank

Noen av informantene ønsket å være anonyme i undersøkelsen noe jeg har respektert fullt ut i oppgaven. Utvalget besto i utgangspunktet av 10 ledende aktører i eiendomsmarkedet i Oslo. Takseringsselskapet BER var i utgangspunktet ikke med i dette utvalget. Selskapet er blant få takstselskap i Norge som fokuserer på verdivurdering av næringsbygg. Jeg ble kjent med selskapet under intervjuet med Statsbygg i forbindelse med en gjennomgang av to takster. Det må derfor presiseres at denne aktøren ikke har gjennomgått samme intervjuprosess som de andre 10 aktørene, men et langt mindre strukturert intervju per telefon.

Valget av informant (person) var for det meste forhåndsbestemt basert på stilling, akademisk bakgrunn og erfaring i markedet. I et par tilfeller ble jeg derimot henvist videre fra sentralbord til den personen de anså som relevant med hensyn til oppgavens tema. Dette hadde ingen betydning for analysen. I alle intervjuene møtte jeg personer som var direkte involvert i verdivurderinger og har lang erfaring i markedet. Jeg anser derfor alle informantene som svært gode representanter for selskap og markedet generelt. Merk at kolonnen ”stilling” viser rolle i selskapet på tidspunktet for gjennomføring av intervjuene (oktober-november 2011).

6.2.2 INTERVJUGUIDE

Intervjuguiden er utledet basert på funn i del 1 og har således en viss teoretisk forankring uten å være for veiledende. Jeg valgte å forhåndssende en kortfattet intervjuguide bestående av følgende hovedtemaer:

- Makrodrivere i eiendomsmarkedet
- Bruk av eksterne verdivurderere
- Bruk av internasjonale standarder
- Verdivurderingsmetodikk
- Innsatsfaktorer (leieinntekter, eierkostnader, diskonteringsrente og kalkyleperiode)
- Tilgang på markedsdata
- Bruk av sensitivitetsanalyser

(Se vedlegg 7 for utsendt intervjuguide)

Før intervjuet fikk jeg noen ganger tilbakemeldinger om at intervjuguiden virket nokså teoretisk i forhold til deres praksis. På dette svarte jeg at guiden kun var et utgangspunkt og at

avvik fra dette var vel så interessant for undersøkelsen. Under intervjuene ble noen av spørsmålene tilsidesatt der de ikke var relevante, og oppfølgingsspørsmål ble stilt i tilfeller hvor guiden ikke strakk til.

I forkant av de første intervjuene ble det forespurt om bruken av båndopptaker. Noen av informantene ønsket ikke dette og jeg valgte derfor å utelate bruken av båndopptaker i alle intervjuene med mål om utjevne eventuelle kontekstuelle forskjeller dette måtte skape. En fordel var også at informantene muligens var mer frittalende på mer sensitive tema som for eksempel dynamikken mellom aktørene i bransjen, eller kritikk mot diverse lovbestemte krav. Fravær av båndopptaker krevde derimot iherdig bruk av notater. Jeg hadde derfor medbrakt en mer fullstendig versjon av den tilsendte intervjuguiden hvor jeg noterte underveis (se vedlegg 8). Rett etter gjennomføringen ble alle svar renskrevet og sendt til informanten for godkjenning innen kort tid. Dette forsikret meg om at informasjonen var forstått og det ga også informanten mulighet til å legge til kommentarer eller utdype poenger hvor dette enten ble oversett eller ikke kommunisert grunnet mangel på tid.

6.3 GJENNOMFØRING

Beregnet tid for hvert intervju var 1,5 time, noe som også tilsvarte faktisk tidsbruk hos de fleste. Mellom én og to personer stilte til hvert intervju, men unntak av Anonym C (*fondsforvalter*) som stilte med hele fire personer.

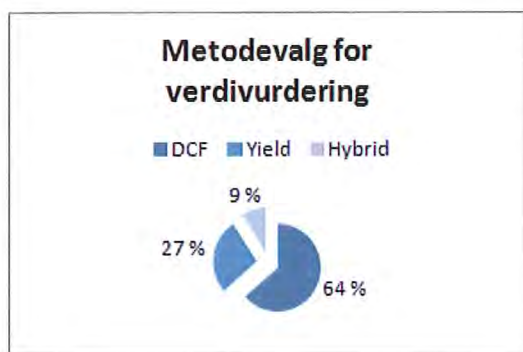
Da hovedmålet med intervjuet var dypere innsikt i metodikk spurte jeg alle informantene om å medbringe et konkret prospekt eller lignende som eksemplifiserte metodebruk og konkrete risikovurderinger. Kundekonfidensialitet tillot ikke dette for alle aktørene. Anonym C (*fondsforvalter*) og Anonym B (Eiendomsforvalter og utvikler) ga ingen innsyn i et konkret prospekt eller modell. Anonym D (ekstern verdivurderer) ga innsyn i en tom Excel-modell som viste en typisk mal, mens Newsec og Nordea viste en overordnet matematisk fremstilling av metodikk. Storebrand, First Newsec Asset Management (heretter *First*) og OBOS ga innsyn i en reell verdivurdering (Excel-modell) under intervjuet. Anonym A (livselskap) ettersendte en reell verdivurdering (Excel-modell). Statsbygg hadde medbrakt to takster foretatt av BER samt en PowerPoint om generell verdivurderingsmetodikk. I neste kapittel presenteres funnene fra denne undersøkelsen i nærmere detalj. Jeg har valgt å anonymisere holdninger, men ikke aktørenes metodevalg (med unntak av de som ønsket fullstendig anonymitet). Diskusjon og konklusjon fremkommer av kapittel 8.

7. OBSERVASJONER OG ANALYSE

I denne delen kartlegges og vurderes observasjonene fra intervjuene i forhold til teori og standarder diskutert i kapittel 3, 4 og 5. Kapitlet er delt opp i fire hoveddeler. Den første og største delen tar for seg aktørenes metodevalg med tilhørende innsatsfaktorer. Den andre diskuterer aktørenes vurdering av de viktigste makrodriverne i bransjen, samt markedsdataens tilgjengelighet, pålitelighet og relevans. Den tredje ser på aktørenes vurdering av begrepet *virkelig verdi*. Den siste delen diskuterer bruken av eksterne verdivurderere (heretter *eksterne*) og interne modeller. Det minnes om at analysen kun omhandler verdivurdering av kontoreiendom med fokus på Oslo. Funn er oppsummert i vedlegg 9 Tabell 9.1-9.6.

7.1 MODELLTEKNISK UTFORMING

Samtlige aktører benytter en eller annen form av de fire metodene beskrevet i kapittel 3 og 4, men med noe varierende modellteknisk utforming. Metodevalget er også det samme uavhengig av om verdivurderingen gjelder investering, avhending eller finansiell rapportering, og er før skatt. Definisjonen på *virkelig verdi* er stort sett sammenfallende med markedsverdi diskutert i kapittel 2 og 4, dette kommer jeg tilbake til. Samtlige, med unntak av BER, svarte nei på spørsmålet om bruk av internasjonale standarder.²⁰ Noen mener ”*de er for teoretiske og har lite med virkeligheten å gjøre*”. De eksterne påpeker at praksis er i tråd med krav fra IFRS og IAS 40 *Investeringseiendom*. En av dem legger også til at ”*Finanstilsynets engasjement er viktig og bra. Markedet trenger gode bransjestandarder som gjør det mer transparent.*”



Figur 3: Primære metodevalg

Ingen av aktørene har endret praksis siden finanskrisen og samtlige mener at deres valg av metodikk og modellteknisk utforming er tilfredsstillende effektiv og nøyaktig for deres behov.

Flertallet benytter i hovedsak *kontantstrømmodellen* (DCF) for verdivurdering av næringseiendom (syv av elleve). Som forventet gjelder dette livselskapene som rapporterer sine eiendommer til virkelig verdi

etter IAS 40. De eksterne benytter også naturlig nok denne metoden ettersom den

²⁰ Standardene ble ikke diskutert med Anonym C (*fondsforvalter*) grunnet tidsbegrensinger. BER viste til European Valuation Standards (EVS).

kommuniserer eksplisitt forutsetningene i verdivurderingen, i motsetning til for eksempel *yieldmetoden*. Sistnevnte benyttes i fastsettelsen av terminalverdien, og noen benytter den også i rimelighetsvurderingen av resultat fra DCF-analysen. Aktørene i gruppen *eiendomsselskap* benytter *yieldmetoden* som hovedfremgangsmåte, mens Nordea benytter en hybrid av DCF og *yieldmetoden* (mer om denne senere). Statsbygg benytter takster (lovpålagt) ved anskaffelse eller avhending, og rimelighetsvurderer disse ved bruk av ulike metoder, men i all hovedsak *yieldmetoden*. BER, medlem av Norges Takseringsforbund (NTF), benytter ikke uventet *kostnadsmetoden* (DRC) i taksering av næringsseiendom. Derimot, noe mer overraskende kanskje, benyttes også DCF og *yieldmetoden* i taksten.

Litt under halvparten benytter DRC kun for å rimelighetsvurdere de andre metodene. Her beregnes byggekostnad per kvadratmeter justert for slit og elde. Denne metoden ble ikke diskutert i særlig grad. Hvordan byggekost og foreldelse beregnes kan jeg derfor ikke uttale meg om. Mitt inntrykk er derimot at dette ikke er noen svært detaljert og teknisk beregning som tar hensyn til de ulike foreldelsestypene diskutert i kapittel 4 (fysisk, funksjonell og økonomisk). Metoden vil ikke diskuteres videre utover dette.

Hva gjelder *relativ verdivurdering* fungerer denne også kun som en rimelighetssjekk av beregningen fra de andre metodene. Dette er kanskje som forventet da eiendommer har egenskaper som vanskelig lar seg sammenligne kun basert på antall kvadratmeter. Et argument til ettertanke fremkommer av Norlund (2010), som finner at de fleste verdivurderinger rimelighetsvurderes mot sammenlignbare transaksjoner (pris per kvadratmeter). Metoden må derfor ikke undervurderes da den kan få stor innvirkning på vurderingen av resultatene fra en DCF-analyse.

Her vil jeg ikke gå stort lengre i diskusjonen da metoden kun blir nevnt som støttemodell. Jeg vil heller fokusere på fremgangsmåtene som vektet mest i verdivurderingen: DCF, *yieldmetoden* og en hybrid av disse to. I det følgende ser vi nærmere på innholdet i de ulike metodene. (Se vedlegg 9 Tabell 9.1 for oppsummering av metodevalg.)

7.1.1 KONTANTSTRØMMODELLEN, YIELD OG HYBRIDMODELL

Formel 10 eksemplifiserer kontantstrømmodellen med tilhørende inntekter og kostnader benyttet av de fleste aktørene i undersøkelsen. Kontantstrømmen beregnes for hver individuelle leiekontrakt, med unntak av tre aktører som benytter snittet for eiendommen. Alle

beregninger er før selskapsskatt (eiendomsskatt inkluderes av noen hvor aktuelt) og tar ikke hensyn til finansiering. Med andre ord vurderes næringseiendommen som ubelånt og før skatt (verdivurderingens henyn til skatt diskuteres nærmere i kapittel 8). Kontantstrømmen er i nominelle termer og tilsvarende for avkastningskravet.

Kontantstrømmodellen (DCF)

$$(10) \text{ Verdi} = \sum_{t=1}^n \frac{(L - D - O - I - S - A - M - Fe - F - l)_t}{(1 + k_{TK})^t} + \frac{TV_n}{(1 + k_{TK})^n}$$

Hvor,

L = Brutto leieinntekter

D = Driftskostnader

V = Vedlikeholdskostnader

O = Oppgraderingskostnader

S = Eiendomsskatt

A = Administrasjonskostnader

M = Meglerhonorar og markedsføring ved utløp av kontrakt

Fe = Festeavgift

F = Forsikring

l = Ledighet (negativ leieinntekt ofte prosentsats av brutto leieinntekt)

TV_n = Terminalverdi i exitår, n

k_{TK} = Totalkapitalkravet

Kalkyleperiode varierer mellom ti og tjue år, men typisk ti år med mindre leiekontrakten er lengre. Anonym A (*livselskap*) benytter konsekvent tjue år uansett lengde på leiekontrakter. Dette begrunnes med deres lange forvaltningshorisont. Terminalverdien blir dermed vektet i mye mindre grad enn hos de andre aktørene. First neddiskonterer kun kontraktfestet leieinntekt og terminalverdien ved utløp av kontrakt. Terminalverdien baseres på markedsleie som hos de andre. Her blir gjenværende løpetid på kontrakten viktig for beregningen og exityield settes høyere enn det kontraktfestede avkastningskravet (mer om exityield senere). Dette er rimelig da man som regel vurderer høyere risiko etter hvert som utløpet nærmer seg og fremtidige inntekter blir mer usikre.

Yieldmetoden benyttes i tråd med teorien diskutert i kapittel 3:

Verdi = Netto leieinntekter første år/ yield

Hvor yield tilsvarer et realkapitalavkastningskrav. Verdiberegningen er før skatt. Elementene i modellen diskuteres i påfølgende delkapitler.

Jeg ble introdusert for en ny modell i intervjuet med Nordea, Anonym C (*fondsforvalter*) og Newsec. Nordeas hovedmodell for verdsettelse er hva jeg for sammenligningsskyld har valgt å kalle en *hybridmodell*, men går under navnet *normalisert netto kapitaliseringsverdi*. Den bygger på den tradisjonelle yieldmetoden men tar høyde for inntekter og kostnader som avviker fra *normalnivå*. Eiendommens verdi beregnes da som følger:

Hybridmodell (Normalisert netto kapitaliseringsverdi)

Verdi = Netto Markedsleie/ yield + Nåverdi merleie – Nåverdi underleie – Nåverdi dagens ledige lokaler (utover strukturell ledighet) – Nåverdi nødvendige tilpasninger

Modellen krever estimering av markedsleie, normaliserte eierkostnader, normalisert ledighet, normaliserte oppgraderingskostnader ved leietagerskifte og yield. Dette virker rimelig da man ved bruk av yieldmetoden kun tar utgangspunkt i ett års nettoinntekt. Hybridmodellen sies (i et annet intervju) å være utviklet av Finanstilsynet og Investment Property Databank (IPD²¹) i fellesskap med de største eksterne verddivurdererne, DTZ Realkapital, Akershus Eiendom, Newsec og DnB. Målet med dette løpende samarbeidet er å etablere gode bransjestandarder i Norge. Metoden skal i teorien gi samme verdiestimat som en DCF analyse, men viser ikke forutsetningene eksplisitt. Den skal derfor ikke, i følge de eksterne, erstatte en DCF analyse. Vi skal nå se nærmere på hvordan aktørene angriper dette.

7.1.2 LEIEINNTEKTER

Brutto leieinntekter tilsvarer for de fleste i undersøkelsen kontraktfestet leie frem til utløp, og deretter antatt markedsleie ut kalkyleperioden. De fleste estimerer markedsleien, per kvadratmeter per type eiendom, basert på tilgjengelig markedsdata på snittleien i området, eventuelt justert for eiendomsspesifikke karakteristika. Storebrand estimerer forventet markedsleie basert på et vektet snitt av historiske leienivå siste 15 år (eldre observasjoner vektet lavere). Dataene er hentet fra blant annet OPAKs leieprisindeks og fordelt over type eiendom, beliggenhet og klasser for teknisk stand. Flere av aktørene nevner Eiendomsverdi

²¹ International Property Databank (IPD) er en global indeks for eiendom og ledende leverandør av nasjonale indekser i Europa. Indeksen leverer avkastningsmål fra 24 medlemsland basert på en total verdi av 898 milliarder euro ved inngangen av 2011 (IPD Index Guide 2011). IPD Norsk indeks består av 11 selskaper og dekker ca 40% av det norske eiendomsmarkedet (IPD Global Annual Index 2011 og IPD Norway Annual Index 2011).

Næring og ellers markedsrapporter fra blant andre Akershus Eiendom og DnB som inputkilder i modellen. De store eiendomsbesitterne (livselskapene) nevner også egen drift som kanskje den viktigste informasjonskilden. Dette er i samsvar med funn fra den internasjonale undersøkelsen av Hordijk et al. (2011) diskutert i kapittel 5. Vurderingen anses ikke urimelig siden de er besittere av noen av Norges største eiendomsporteføljer, noe som antageligvis gir dem et mye bredere sammenligningsgrunnlag enn de mindre aktørene i markedet.

Leieinntektene indeksreguleres årlig i kontantstrømmen. Dette gjelder også kostnadene. Seks av de syv som benytter DCF-metoden legger til grunn Norges Banks langsiktige inflasjonsmål på 2,5 %. Den siste (Anonym D *ekstern*) benytter et snitt av prognosene til Statistisk Sentralbyrå, DnB og Norges Bank de første årene og deretter Norges Banks langsiktige inflasjonsmål. (Merk at dette også påvirker avkastningskravet de første årene hvor snitt benyttes.) Det legges ikke inn noe vekst over dette nivået noe som tilsier at eiendommens verdiutvikling over tid kun defineres av direkteavkastningen fra netto leieinntekter (med mindre avkastningskravet implisitt bærer en vekstpremie). Det vil si null realvekst. Jeg ser fra et par av modellene at ikke alle kontrakter indeksreguleres 100 %. Dette gjelder spesielt offentlige leietagere hvor det benyttes en lavere sats (75-80 %). Jeg kan ikke konstatere om dette er gjeldende praksis for alle aktørene i undersøkelsen, men dette gir i så fall negativ realvekst. Man kan i slike tilfeller undres om diskonteringsrenten inneholder en (skjult?) forventning om vekst. Se vedlegg 9 Tabell 9.2.

7.1.3 TIDSPUNKT FOR INN- OG UBTALINGER

Med referanse til International Valuation Standards (IVS) diskutert i kapittel 4 presiseres det at tidspunkt for inn- og utbetalinger skal være markedsutledet. Undersøkelsen viser varierende praksis vedrørende forutsetninger om betalingstidspunkt, noe som alene vil gi ulike verdierestimater. I undersøkelsen oppdaget jeg følgende ulike forutsetninger:

1. Kvartalsvis innbetaling på forskudd
2. Innbetaling og utbetaling i begynnelsen eller slutten av året
3. Snittbetraktning

I det første tilfellet fremkommer innbetalingene ikke årlig, men kvartalsvis, og i tillegg forskuddsvis, noe det må tas hensyn til i nåverdiberegningen. Dette løses ved å beregne en

$$\begin{aligned} \text{Reduksjonsfaktor} &= \\ &= \frac{\text{Årlig realrente}}{\text{Kvartalsvis realrente}} \\ \text{Kvartalsvis realrente} &= \\ &= 1 - (1 + \text{realrente})^{1/4} * 4 \\ \text{Realrente} &= \text{totalavkastningskrav} \end{aligned}$$

reduksjonsfaktor som multipliseres med de løpende årlige innbetalingene i kontantstrømanalysen (se tekstboks neste side for eksempel). Utbetalinger behandles som normalt (slutten av året). Dette krever at innbetalingene og kostnadene neddiskonteres *hver for seg*. Forutsetter man derfor innbetalinger på forskudd og utbetalinger løpende (neddiskonteres fullt ut) vil direkteyield (årlig yield) typisk

være høyere enn benyttet avkastningskrav (diskonteringsrenten). I de to andre tilfellene beregnes først nettonåverdi gitt innbetaling og utbetaling i slutten av året, og deretter sluttverdi (verdien av kontantstrømmer på et fremtidig tidspunkt). For betaling i midten av året benyttes et snitt av disse verdiene. Den prosentvise verdidifferansen mellom forutsatt betaling i begynnelsen av perioden, og forutsatt betaling i slutten a perioden, tilsvarer det nominelle avkastningskravet. En snittbetraktning gir naturlig nok en differanse på halvparten av avkastningskravet. For at realiserte transaksjoner i markedet skal kunne benyttes som benchmarkyield i egen vurdering trenger man å kjenne til slike forutsetninger.

7.1.4 LEDIGHET

Ledighet kan utgjøre et vesentlig tap av inntekt for eiendomsbesittere. I verddivurderingen burde man derfor bedømme hvorvidt dagens ledige arealer bør anses som et representativt nivå for fremtidig ledighet i bygget. Selv med 100 % utleiegrad i dag bør man ta stilling til potensiell ledighet ved utløp av kontrakt(er). Som nevnt i kapittel 3 vil selv det nyeste bygget lokalisert i byens beste strøk ikke kunne forventes å drifte uten noe ledighet (Damodaran 2002). Aktørene angriper dette på ulike måter. Enten legger de inn en årlig sjablongmessig kostnad på 2-5 % (permanent ledighet) eller nullinntekt i en periode på 3-18 måneder etter utløp av aktuelle kontrakter. Nivået på estimert ledighet avhenger av generell ledighet i området og den historiske ledigheten i bygget. Noen legger også inn en kombinasjon av de to. Storebrand beregner eksempelvis 60 % sannsynlighet for reforhandling av kontrakt som gir null ledighet. Med forventning om 90 dager ledighet gir dette 40 % sannsynlighet for 225 dager ledighet. Sannsynligheten kan enkelt justeres i modellen etter type leietager og kontrakt. Se vedlegg 9 Tabell 9.2.

Det er noe uenighet rundt bruken av permanent ledighet. Noen mener 5 % årlig ledighet er alt for høyt. "Vet man hva man gjør vil ikke ledigheten ligge på dette nivået" (sitat anonymisert).

Andre mener dette er et minimum. Eiendomsbesittere har ofte løpende felleskostnader som de selv må dekke når lokaler står tomme. I tilfeller med store antall leietagere vil kontraktsløpetidene variere og man kan tidvis oppleve noe varierende kapasitetsutnyttelse. Sjablongsatsen vil derfor kunne fungere som en buffer for slike felleskostnader og resultere i en mer betryggende og jevn verdvurdering fra periode til periode. Hvis det derimot viser seg at denne konsekvent er satt for høyt kan det føre til en nokså vesentlig verdijustering når dette oppdages.

7.1.5 EIERKOSTNADER

Eierkostnader er kanskje det mest usikre elementet på tvers av verddivurderinger. Varierende praksis og lite innsikt i faktiske kostnader gjør det vanskelig å sammenligne avkastning og verdier. Fra kapittel 3 så vi at større oppgraderingsbehov gjerne utelates i verdiberegningen. Leietagertilpasninger krever ofte vesentlige investeringer ved utløp av kontrakt og vil ha stor innvirkning på bunnlinjen. Undersøkelsen viser at det var bred enighet om at generelle oppgraderingskostnader og leietagertilpasninger ofte undervurderes i markedet. Da dette er noe majoriteten er opptatt av, også brukerne av den enkle yieldmetoden, kan det være en indikasjon på økende bevissthet generelt i markedet. Merk derimot at undersøkelsen kun inkluderer 11 aktører og en slik antagelse forblir derfor spekulasjon.

De fleste vurderer oppgraderingskostnader basert på sjablongsatser innenfor de ulike eiendomssegmentene. Nivået kan ligge på 2 000-10 000 kroner per kvadratmeter, eller 10-20 % inkludert totale eierkostnader. De fleste planlegger oppgradering hver tiårsperiode. Også her opereres det i noen tilfeller med sannsynligheter på tilsvarende måte som med ledighet. Hvert tilfelle vurderes derimot individuelt med hensyn til dagens standard og forventet markedsleie ved utløp. Sistnevnte skal rettferdiggjøres ved at bygget står til markedets forventinger hva gjelder funksjonalitet, arealutnyttelse, estetikk og energieffektivitet. *"For eksempel forventer markedet generelt svært høy standard i CBD området."* Nye miljøstandarder har også bidratt til noe økt press for oppgradering av tekniske anlegg og byggkropp. Noen av de viktigste forskjellene i praksis er hvorvidt man inkluderer administrasjonskostnader, meglerhonorar og markedsføring ved utløp av kontrakt. Ingen nevnte transaksjonskostnader ved salg (for eksempel dokumentavgift). Det varierer også noe hvorvidt eiendomsskatt inkluderes eller ikke, men gitt at dette per dags dato utgjør maks 7

promille og det faktum at den i skrivende stund er ikke-eksisterende i Oslo, har generelt gjort den mindre interessant.



Figur 4: Element i eierkostnadene

Det blir tatt hensyn til administrasjonskostnader i ni av ti tilfeller. De legges enten til eierkostnadene eller diskonteringsrenten. Noen av aktørene svarte nei på spørsmålet om de er inkludert i kontantstrømmen, og jeg har i utgangspunktet gått ut fra at de da ekskluderes fra hele verdiberegningen. Et av livselskapene inkluderer 3,5 % i eierkostnader, en sats som gjelder alle

eiendommer uansett segment. En annen aktør legger 4 % i administrasjonskostnader til diskonteringsrenten. Det var også interessant å se at ikke alle inkluderer meglerhonorar og markedsføring ved utløp av kontrakt. Seks av ti svarte ja på dette spørsmålet. Størrelsen på slike kostnader ble ikke diskutert i detalj, men vil trolig variere mye med hensyn til beliggenhet, byggets attraktivitet og ellers etterspørselen i markedet.

Løpende drift og vedlikehold settes enten sjablongmessig etter segment eller basert på historiske kostnader (snitt) og eventuelt budsjett. Sjablongsatsen ligger på 3-12 % og gjerne 5 % for kontorsegmentet. Samtlige inkluderer også forsikringskostnader tilknyttet eiendommen og eventuelt festeavgift. Se vedlegg 9 Tabell 9.3.

Nøyaktig hva som ligger i hver av disse kostnadsgruppene kan variere mye fra kontrakt til kontrakt. Dessuten vil det variere hva som dekkes av leietageren selv. Det kan derfor være utfordrende å vurdere rapporterte verdier i markedet, spesielt ved bruk av sjablongsatser som er felles for alle eiendommer i et segment og ikke konkretisert til eiendommen. Det samme gjelder behandlingen av ledighet. Derimot vil jeg konkludere med at samtlige aktører i undersøkelsen som benytter DCF foretar gjennomgående grundige analyser av inntekter og kostnader, på eiendom - så vel som kontraktsnivå. Personlig er jeg derimot overrasket over det høye detaljnivået hos takstmann. Hvorvidt dette er representativt for takstbransjen generelt har jeg ikke tilstrekkelig grunnlag til å kunne kommentere, men jeg tviler litt på det.

7.1.6 TERMINALVERDIEN OG EXITYIELD

Ser vi videre på beregning av terminalverdien er praksis gjennomgående svært lik. Alle benytter yieldmetoden eller Gordons vekstformel (avhengig av om man benytter nominelle eller reelle termer i kontantstrøm og avkastningskrav) diskutert i kapittel 3. Dette fremgår av formel 11. Inntekter og kostnader er som definert over.

$$(11) TV_n = \frac{(L - D - O - I - S - A - M - Fe - F - l)_{n+1}}{(exit\ yield)}$$

Hvor,

exit yield = eller $\neq k_{TK}$ i reelle termer

Terminalverdien kan være svært utfordrende da det ligger mye usikkerhet rundt utviklingen av nærområdet og markeder generelt. En informant nevner eksempelvis konkurransesituasjonen for leietagere som indirekte påvirker besittere av næringseiendom. Videre er det vanskelig å anslå om man i dagens marked er på en topp eller en bunn hva gjelder leienivå. Samspillet mellom eiendomsbesittere er også en indikasjon på det fremtidige markedet. Et eksempel her er livselskapenes annonsering av flere større planlagte investeringer i bransjen. Dette er et tegn på optimisme i markedet. Slike psykologiske aspekter inngår også i verdivurderingen da de er med på å forme forventningene.

Aktørene svarte noe ulikt på spørsmålet om exityield. De fleste benytter samme exityield som diskonteringsrente i kontantstrømmen (fire av syv aktører). Resterende benytter enten høyere eller lik exityield. Et prospekt viste eksempelvis (reell) exityield i år tjue 1,28 prosentpoeng høyere enn det reelle avkastningskravet for kontantstrømmen. Dette virkelig rimelig da byggets ukurans øker med slit og elde som igjen øker risiko for fallende attraktivitet og redusert verdi. Aktøren har derimot i tillegg lagt inn en ukuransfaktor som reduserer terminalverdien med 5 %. Aktøren legger også inn oppgraderingskostnader to ganger (over tjue år) ved utløp av kontrakter, men så vektet også terminalverdien mye lavere da den beregnes for år 20. Uten kjennskap til bygget eller dets historikk er det umulig å vurdere hvorvidt det over- eller underkompenseres for risiko i verdivurderingen. Selv med direkte innsyn i modellen viser dette hvor vanskelig det likevel kan være å vurdere andres

verdivurderinger uten å ha direkte kjennskap til eiendommen, tilhørende kontrakter og leietagere.

7.1.7 AVKASTNINGSKRAVET



Figur 5: Fastsettelse av avkastningskrav

Fastsettelsen av "riktig" avkastningskrav er kanskje en av de mest debatterte aspektene ved verdivurdering av eiendom. Nesten alle respondentene mener at dette er det vanskeligste i verdivurderingen, i tillegg til fastsettelsen av terminalverdien. Finanstilsynet har også vært spesielt opptatt av dette da relativt små endringer kan gi nokså vesentlige verdiendringer. Her viser undersøkelsen noe

varierende praksis. Felles for dem alle er at ingen benytter finansielle risikoprisingmodeller som CAPM og WACC. En av de eksterne diskuterer metoden i verdirapporten til oppdragsgiver men konkluderer med at metoden er vanskelig å anvende i et så lite marked som Norge. "Den er rett og slett for teoretisk og lite hensiktsmessig". Jeg har merket meg tre metoder for fastsettelse av avkastningskravet. Det som skiller dem er grad av detaljert dokumentasjon vedrørende ulike typer risiko. Se vedlegg 9 Tabell 9.4. Basert på dette har jeg delt aktørene opp i tre grupper:

1. *Stegvis oppbygging,*
2. *Aggregert oppbygging*
3. *Benchmarkyield.*

Inndelingen baseres på respondentenes svar på spørsmålet om *beregning* av diskonteringsrenten. Det var ikke alltid like innlysende hvordan dette gjøres og hva beregningen baseres på (hvis det i det hele tatt er noe beregning). Spesielt for aktørene i den tredje gruppen var det litt vanskelig å konkretisere praksis. Jeg gjør derfor oppmerksom på at jeg i disse tilfellene har gjort en totalvurdering av holdinger ellers i intervjuet og ordvalg i forbindelse med spørsmålet.

1. STEGVIS OPPBYGGING

Fire av elleve aktører bygger opp og dokumenterer stegvis ulike risikogrupper tilknyttet eiendomsinvesteringen (inkludert livselskapene hvor dette er påkrevd av Finanstilsynet). Benevningene av risikogruppene varierer noe, men er generelt sammenfallende med de tre gruppene diskutert i kapittel 3 (eiendomsspesifikke forhold, leietagerrisiko og makroøkonomisk risiko). Et eksempel fra en av aktørene er som følger:

Prime yield (realkrav, generell bransjerisiko og er et minimumskrav)

+ *Segmentrisiko (generell bransjerisiko)*

+ *Beliggenhet (For eksempel gir CBD 0 påslag og Lysaker 0,5 prosentpoeng)*

+ *Teknisk standard på bygget (Nybygg gir 0, og eksempelvis gir renovert i 2009 0,25 prosentpoeng i påslag)*

+ *Kontraktens gjenværende løpetid (4-5 år gir 0, lengre gir fradrag, kortere gir påslag)*

+ *Type leietager (Kategorisert etter antatt soliditet (Offentlig leietager gir 0)*

+ *Annet (Helst 0, men kan inkludere særskilte aspekter ved bygget som for eksempel ledighet i deler av bygget)*

= *Risikopremie over rente på 10 års statsobligasjon (mål på risikofri rente)*

Realavkastningskrav til totalkapitalen=Rente på 10 år statsobligasjon (mål på risikofri rente)
+ *Risikopremie*

For et nokså nylig renovert kontorbygg på Lysaker gir dette en risikopremie over prime yield på 0,87 %. Til sammenligning benytter staten 5 % risikopåslag over rente på 10 år statsobligasjon for å fastsette markedsverdi til grunnlag for formuesberegning. Prime yield var i overgangen til 2012 5,5 % (NEnyheter.no 3. februar 2012). Det vil si at staten har et lavere risikopåslag enn beste eiendommen i Vika i Oslo.

Det kan diskuteres hvorvidt makroøkonomisk risiko er inkludert i segmentrisiko i oversikten over, eller fanges opp av renteutviklingen. Det er uansett vanskelig å helgardere seg uten at det ender med dobbeltføringer av risiko internt i avkastningskravet og/eller i kontantstrømmen. For eksempel vil leietagerrisiko, diskutert i kapittel 3, kunne overlapse med beliggenhet. For eksempel øker leietagerrisikoen når man nærmer seg utløp av kontrakt, men desto mer i mindre populære områder. Dette avhenger av hvordan gruppene defineres, slik at sammenfallende risiko separeres.

Kreditrisiko og eventuelt valutarisiko vises ikke eksplisitt i oppbyggingen over, men forutsettes å ligge i den generelle bransjerisikoen (*prime*). En annen aktør bygger opp kravet på følgende måte, hvor det tas hensyn til gjeldsfinansieringen (merk at dette er før skatt):

Realavkastningskrav til totalkapitalen = Rente 10 år statsobligasjon. + swap spread²² + lånemargin + kontraktrisiko + likviditetsrisiko (tilsvarer beliggenhet over) + segmentrisiko + utviklingsrisiko

I tillegg til å inkludere prisen på gjeldsfinansiering har aktøren også lagt til posten *utviklingsrisiko*. Det kom ikke helt tydelig frem i intervjuet om dette risikopåslaget benyttes i tillegg til oppgraderingskostnader, men jeg vil anta at det ikke er tilfellet. Faren for at samme type risiko inkluderes både over og under brøkstreken ble diskutert i et annet intervju. Respondenten påpekte at risikoelement gjerne overlapper hverandre i varierende grad, og at det derfor er lite hensiktsmessig å dele opp risikopremien.

2. AGGREGERT OPPBYGGING OG 3. BENCHMARKYIELD

Aktørene som ikke bygger opp avkastningskravet stegvis setter risikopremien på to ulike måter. Den ene gruppen vurderer risikopremien individuelt for hver eiendom på tilsvarende måte som aktørene over, men kun som en aggregert størrelse. Den andre gruppen benytter i større grad benchmarkyielder rapportert i markedet (*prime* og *direkteyield*), og justerer for eiendommene hvor dette lar seg gjøre. Jeg tør påstå at sistnevnte gruppe er mindre detaljerte i fastsettelsen av avkastningskravet, noe som kanskje er å forvente da disse aktørene ikke er underlagt de samme regnskapsmessige kravene som livselskapene. Jeg sier ikke at dette er mindre riktig, kun at gruppen muligens verdsetter med større grad av skjønn enn detaljerte dokumenterbare risikovurderinger. Nå må det likevel nevnes at samtlige aktører benytter benchmarkyield i verdivurderingsprosessen i form av *prime yield*, men vektleggingen av denne i forhold til eiendomsspesifikke forhold varierer.

Respondentene i gruppen *aggregert oppbygging* ramset stort sett opp de samme risikotypene som aktørene i den første gruppen, men at premien vurderes mer på erfaringstall. De eksterne benytter også sine egne databaser og erfaringer med andre, lignende verdsettelse. Benchmarkyielder angis implisitt av nylige sammenlignbare transaksjoner. En av de eksterne

²² Swap spread, en indikasjon på kreditrisiko, er avstanden mellom risikofri rente, eksempelvis rente på statsobligasjon, og fast rente i bank med høy kredittverdig. Swap en rentebytteavtale mellom fast og flytende rente. (www.norgesbank.no)

påpeker videre at hvis dette skal kunne være representativt for den aktuelle eiendommen må man kunne modellere transaksjonen på samme måte som i verdivurderingen. Dette innebærer et unisont risikobilde og at man baserer forutsetningene på samme markedsdata. Spesielt for selskap som verdsetter selv er dette nokså hårete krav gitt manglende innsyn i transaksjonene.

Justering av yielder er heller ikke nødvendigvis direkte intuitivt. En av aktørene gjorde et godt poeng ved å vise til Vika i Oslo, som er del av Central Business District (CBD). Her er det høyere volatilitet i leieprisene og man vil derfor kunne forvente noe kortere leiekontrakter og dermed høyere risiko. Men her rapporteres de laveste avkastningskravene. Dette begrunnes med at etterspørselen er stor, noe som veier opp for de korte kontraktene. En annen aktør sier at det kan fremkomme overraskende ulike yielder i samme område med kun få meters differanse, også i Vika.

Hvordan man tolker de ulike risikobegrepene over og deretter tallfester dem kan variere mye på tvers av selskapene. En av aktørene som foretar stegvis oppbygging av avkastningskravet etter krav fra Finanstilsynet, mener dette i realiteten er lite hensiktsmessig. Vedkommende påpeker at teorien ikke er i tråd med hvordan markedet fungerer, og at oppbyggingen vil kunne skape unødvendige periodevise opp- og nedskrivninger. Lignende meninger deles av flere informanter i undersøkelsen. Verdivurderinger kan gi samme verdi til tross for differanser i avkastningskravet på opp til 1,5 prosentpoeng. Dette skyldes forutsetningene om hvorvidt risiko skal inkluderes i avkastningskravet eller kontantstrømmen.

Selv om oppbygging av avkastningskravet kan være et tegn på inngående risikoanalyser er det muligens delvis også et resultat av en i utgangspunktet skjønnsmessig vurdering. Jeg undrer derfor på om Finanstilsynets ønske om mer detaljerte kapitalkravanalyser heller viser seg å bli en selvoppfylgende profeti ved at det skapes enighet i markedet om hvilke risikoelementer som eksisterer, og hvilke nivå disse bør ligge på. Dette får være opp til leseren å bedømme. Men for å kunne rimelighetsvurdere andres risikovurderinger burde man kjenne incentivene til aktøren. Hvem som tjener på lave eller høye verdier vil variere avhengig av markeds- og konkurransesituasjon.

En klar styrke ved oppbyggingen, som nevnt av en annen aktør, er at den tillater endringer i modellens input på en svært effektiv og dynamisk måte. Skulle for eksempel markedet begynne å etterspørre korte kontrakter i stedet for lange vil dette kunne justeres for i gruppen

gjenværende løpetid vist over. Den kanskje viktigste fordel ved stegvisoppbygging er at forutsetningene forklares eksplisitt for de ulike risikoelementene.

7.1.8 ANDRE RISIKOELEMENTER

Aktørene trekker også fram andre risikoelementer som gjerne ikke inkluderes i verddivurderingen. Eksempler her er innføring av eiendomsskatt, endringer av reguleringsbestemmelser eller endringer i lovverket vedrørende leiekontrakter. Faren for reversering av skattefri gevinst ved salg av eiendomsaksjer er et annet eksempel. Videre nevnes politisk risiko, spesielt hva gjelder investeringer i utlandet. Det ble for eksempel ikke tatt høyde for dette i verdsettelsen av eiendommer i Hellas før finanskrisen. Innføringen av Solvens II nevnes også som en potensiell risiko i markedet.²³ (Merk at dette foreløpig kun gjelder forsikringsselskap.) Her legges det til at dette i hovedsak er en risiko for de mindre kapitalsterke forsikringsselskapene, og at det faktisk kan åpne markedet med et større tilbud av salgsobjekter for de større selskapene. Hva gjelder det økende fokuset på miljøeffektivisering kan bygg i energiklassen E og D bli straffet med høyere avkastningskrav.²⁴

7.1.9 SAMMENDRAG AV FUNN

Samtlige i undersøkelsen mente valg av modell var tilfredsstillende i henhold til deres behov. De fleste var også enige om at gjeldende praksis ivaretok et fullstendig markedssyn, og var dermed tilfredsstillende nøyaktig for å fastsette markedsverdi. Majoriteten benytter DCF som hovedmodell, men flere mente at yieldmetoden var generelt mest utbredt i det norske markedet. Sistnevnte, sammen med DRC, fungerer gjerne som støttemodell hvor DCF benyttes. Undersøkelsen viser at det mest utfordrende i en verddivurdering er å fastsette yield (avkastningskrav) og terminalverdien.

Livselskapene og de *eksterne* har de mest detaljerte og modelltekniske verdimodellene. Metoden benyttes uansett om formålet er anskaffelse, avhending eller finansiell rapportering. Her er det viktig å påpeke at livselskaper er svært langsiktige forvaltere og realiserer derfor

²³ Solvens II (innføres fom. 2013 i EU og Norge) er et regulatorisk rammeverk som påkrever forsikringsselskap å ha en bufferkapital på minimum 25 % i alle sine investeringer (Directive 2009 European Parliament).

²⁴ Energimerkingen av bolig og yrkesbygg er nå lovpålagt ved salg eller utleie. Energimerkingen består av energikarakterene fra A (mest effektiv) til G (minst effektiv) og en oppvarmingskarakter basert på type oppvarmingssystem. (www.energimerking.no)

sjeldent verdi gjennom salg. Nevnte fordeler ved DCF-metoden er at forutsetningene gjøres eksplisitt i verdivurderingen. Fordelen med stegvis oppbygging av avkastningskrav er at man effektivt kan justere for endringer i markedsstrender. Ulempen, i følge Anonym A (livselskap), er at dette i realiteten ikke er i tråd med hvordan markedet faktisk fungerer. Vedkommende mener at Finanstilsynets krav om oppdeling kan skape unødvendige opp- og nedjusteringer i eiendomsporteføljene.

Gruppen *fondsforvalter* ligger tett opp i detaljgrad sammenlignet med *livselskapene* og de *eksterne*, men benytter gjerne snitt per eiendom fremfor individuelle kontrakter. Formålet med verdivurderingen er i hovedsak å vurdere pris i en salgs- eller kjøpsituasjon, samt å utlede og kommunisere verdijustert egenkapital til aktuelle og potensielle investorer. I gruppen var det noe delte meninger hvorvidt finansteori og avanserte verdivurderinger var hensiktsmessig for eiendom. Den ene aktøren nevner at dette gjerne ender med "å ikke se skogen for bare trær".

Forretningsbanken Nordea benytter yieldmetoden, men justerer for kostnader, inntekter og ledighet som antas å ligge under eller over normalnivået i segmentet (normalisert netto kapitaliseringsverdi, her kalt hybrid). Banken er også noe mer konservativ i sine risikovurderinger. Vedkommende mener at metoden gir betryggende grunnlag for deres lånefinansieringer, som er hovedformålet med verdivurderingen.

Gruppen *eiendomsselskap* viser lavest detaljnivå og modellteknisk kompleksitet i sine verdivurderinger. Metodevalget er den tradisjonelle yieldmetoden, og aktørene mener andre mer detaljerte metoder inneholder vel så mye synsing og gir derfor ikke nødvendigvis noe bedre bilde av markedsverdi. For Anonym B er et av hovedformålene med verdivurderingen å kunne fastsette verdi raskt i en potensiell kjøpsituasjon ved å vurdere selgers implisitte yield i prisforhandlingen. For OBOS Forretningsbygg var formålet i hovedsak å kommunisere verdijustert egenkapital i den finansielle rapporteringen, samt forsikre revisor om at bokført verdi er i tråd med laveste verdiprinsipp (laveste av virkelig verdi og balansverdi). Det er også verdt å merke at denne aktøren for det meste utvikler og forvalter eiendommene, og sjeldent legger de ut på markedet igjen. Selskapet gearer i mye mindre grad investeringene, og er opptatt av et langvarig, godt forhold til kreditor. Verdiestimatene er derfor gjennomgående noe konservative.

Takseringsselskapet BER viste, noe overraskende etter mine forventninger, bruk av finansteoretiske modeller som DCF og yield, i tillegg til en teknisk verdivurdering lignende DRC. Sistnevnte var derimot ikke like detaljert som IVS standarden skulle tilsi med hensyn til ulike typer foreldelse (fysisk, funksjonell og økonomisk foreldelse). Men det hadde man kanskje heller ikke forventet da dette kan bli svært teoretisk.

Den *offentlige forvalteren* Statsbygg benytter verdivurderinger i form av takster i forbindelse med enhver avhending eller anskaffelse. Verdiestimatet i taksten vurderes internt ved bruk av yieldmetoden. Men etter hva jeg har forstått vurderes i hovedsak de ulike elementene i taksten (inntekter og kostnader) fremfor å utvikle en like detaljert verdimodell selv. Aktøren investerer kun etter statens behov og legger sjeldent eiendommer ut på markedet igjen.

7.2 MARKEDSDATA – TILGJENGELIGHET OG KVALITET

Denne delen av intervjuet hadde som formål å kartlegge de viktigste verdidriverne i markedet og vurdere markedsdatabasens tilgjengelighet og kvalitet. Jeg ønsket å få en forståelse for hvilke type data som benyttes i verdivurderingen og hvordan aktørene vurderer dens pålitelighet og relevans. Først kartlegges funn vedrørende de viktigste makrodriverne i markedet. Deretter kartlegges ulike kilder til verdivurderingens innsatsfaktorer, og til slutt diskuteres kvalitet og anvendelighet av de respektive kildene.

7.2.1 VERDI- OG RISIKODRIVERE

Praksis diskutert så langt i kapitlet viser et stort behov for markedsinformasjon. Som det ble nevnt i de fleste intervjuene er spesielt avkastningskravet og terminalverdien vanskelig å fastsette. Usikkerhet rundt den ikke-kontraktsfestede delen av kontantstrømmen gjør det vanskelig å treffe nøyaktig på hva IFRS og internasjonale standarder definerer som *virkelig verdi*. Hva som ligger i fremtiden er det nok ingen som kan forutsi, så det eneste man kan gjøre er å analysere trendene i markedet. Samtlige benytter dagens situasjon hva gjelder markedsløper og transaksjonspriser for å estimere fremtidige kontantstrømmer og verdi, med unntak av én som benytter historisk vektet snitt for markedsløper. Aktørene som kun benytter den enkle yieldmetoden forventer, i teorien, en jevn kontantstrøm i all evighet. Hva som anses som relevant data er kanskje ikke like vidstrakt for denne gruppen med mindre man foretar detaljerte risikoanalyser og legger all risiko til yielden (realavkastningskravet). DCF har som

sagt den fordel at den viser forutsetninger om fremtiden eksplisitt. Man må likevel avgjøre hva slags risiko som skal bæres av kontantstrømmen og hva slags risiko som skal tillegges diskonteringsrenten. Vi skal i det følgende se på hvilke verdi- og risikodrivere aktørene anser som viktigst i det norske markedet for næringseiendom.

MAKRO- OG MIKRODRIVERE

En av aktørene påpekte at makroøkonomiske drivere påvirker næringseiendom i ulike områder i landet, i ulik grad og med ulik reaksjonstid. Det er for eksempel mye vanskeligere å verdsette en næringseiendom i mindre urbane strøk enn i de store byene i Norge. Her vil verdi avhenge av lengden på kontrakter i mye større grad enn i CBD (Vika og Aker Brygge i Oslo).

Videre nevnes det at børsindeksen indirekte spiller en viktig rolle siden store deler av markedet er dekket i fond. Børsen vil på kort sikt ha umiddelbar effekt ved at forventninger synliggjøres momentant og gir en raskere reaksjon i markedet. Markedspsykologien er derfor viktig og påvirker raskt transaksjonsmarkedet. Endringer i transaksjonsprisene gir endringer i rapporterte yields og påvirker således verddivurderingen direkte ved bruk av benchmarkyields. Ved oppbygging av avkastningskravet vil den generelle bransje- eller forretningsrisikoen påvirkes i samme retning (*prime*).

De aller fleste mener også at utviklingen i korte og lange renter, samt kreditt spread (avstand mellom rente på statsobligasjon og sammenlignbar ikke-statlig rente) er spesielt viktig for verdiutviklingen av næringseiendom. Rentene angir pris og tilgang på kapital. Dette vil være avgjørende for selskaper hvis strategi er å gire sine eiendomsinvesteringer. Renten vil påvirke verddivurderingen direkte gjennom avkastningskravet og indirekte gjennom den generelle økonomiske utviklingen som påvirker transaksjonsmarkedet, leieetterspørsel på kontoreiendom, utbygging og utvikling.

Samtlige nevner også utviklingen i sysselsetting, bruttonasjonalprodukt, konsumprisindeksen, handel og konsum som viktige makrodrivere. Noen la også til lønnsvekst som en viktig faktor, spesielt hvis den er høyere enn KPI da dette kan gi forventninger om økt konsum og økonomisk vekst på kort og mellomlang sikt, eller høyere inflasjon på lengre sikt. Samtlige makrodrivere er del av et gjensidig samspill i økonomien, og en endres sjeldent uten å påvirke de andre.

Hva gjelder mer lokale verdidrivere (mikronivå) er ledigheten i Oslo spesielt viktig for utviklingen i leiepriser og yield. Her vil tilbudet på nybygg spille en viktig rolle. Denne utviklingen kan gjerne lagge (tidsslep) med ett, til ett og et halvt år, noe som skaper visse skjevheter i tilbudet og etterspørselen. På objektnivå, det vil si verdidrivere tilknyttet den enkelte eiendom, vil det i all hovedsak avhenge av hvor mye man planlegger å påkoste bygget. Utvikling i kontraktsforhold er også svært viktig for verdi. Korte kontrakter skaper større usikkerhet i fremtidige inntekter og reduserer derfor verdi. Reforhandlingsmuligheter vil igjen øke verdi. Dette avhenger også av beliggenhet. I CBD vil som sagt korte kontrakter ikke bety særlig mye ettersom det anses som det mest attraktive området i byen.

Det er med andre ord mange forhold å følge med på for å kunne gjøre fornuftige forventninger om fremtidige kontantstrømmer og verdi. I det følgende ser vi på ulike kilder til slik informasjon og vurderer dens tilgjengelighet.

7.2.2 KILDER TIL VERDIVURDERINGEN

På spørsmålet om tilgang på relevant markedsdata for å foreta en fullgod verdivurdering var svarene noe delt. Gruppen *eiendomsselskap* mener de har tilfredsstillende tilgang på markedsdata. ”*Vi har også mange gode relasjoner i markedet, som jo er nokså lite. Vi kjenner markedet godt.*” Andre savner gode databaser som løpende rapporterte transaksjoner i markedet med tilhørende informasjon om salgsobjektet. Samtlige sier at markedet er nokså lukket og lite transparent, men mange påpeker også at siden det er så lite (få transaksjoner) får de likevel nokså god oversikt. ”*Alle vet hva som skjer*”. Derfor mener også noen at det foreligger tilfredsstillende informasjon til å foreta en fullgod verdivurdering internt i selskapet (mer om dette i siste delkapittel).

Hva gjelder kilder til makro- og mikrodriverne diskutert over nevner de fleste markedsrapporter utarbeidet av blant andre Akershus Eiendom og DNB. Slike rapporter gir i følge aktørene god og detaljert innsikt i makroforhold så vel som mer lokale trender i de ulike segmentene. Her rapporteres BNP, KPI, sysselsetting, renteutvikling, utvikling i prime yield og yield spread (basert på transaksjoner), ledighet, markedsleie, samt tilbud og etterspørsel på næringsseiendom (inkludert nybygg).

En annen kilde som kom opp i de fleste intervjuene var Eiendomsverdi Næring (Jf. kapittel 5), som leverer statistikk på leiepriser (topper og bunner) i de ulike delene av Oslo. Denne kilden

verdsettes høyt av de respektive aktørene og benyttes i fastsettelsen av markedsleien ved utløp av kontrakt. Vedrørende datakilder i fastsettelsen av sjablongsatser for eierkostnader er OPAK en populær kilde (jf. kapittel 5). Investment Property Databank (IPD) nevnes noe overraskende kun av to aktører. Den ene hadde tidligere vært medlem og således rapportert verdier til den norske indeksen. Vedkommende (i gruppen *eiendomsselskap*) mente det var et meget godt verktøy, men at de ikke hadde kapasitet til å benytte dataene i verdivurderingen. ”Den ble veldig detaljert.”

Ett av livselskapene, Anonym A, baserer verdivurderingene i hovedsak på egne erfaringer med eiendommene og mindre på statistikker fra markedet. Sistnevnte benyttes heller i kjøpsvurderinger hvor de ikke kjenner bygget eller området. Dette er flere aktører enige om, spesielt hva gjelder ledigheten i bygget og eierkostnadene (dog mange innrømmer bruk av sjablongsatser). Newsec sier seg enig i dette. I beregningen av markedsleie og eierkostnader ved utløp av kontrakt vektet aktørens kjennskap til driften i større grad enn generell markedsstatistikk. ”Eieren kjenner som regel bygget best selv.” Som vi skal se senere i kapitlet er ikke dette nødvendigvis en holdning som forventes av de eksterne.

7.2.3 KILDENES ANVENDELIGHET OG RELEVANS

Som vi har sett i kapittel 2 og 3, og som bekreftes av aktørene i undersøkelsen, er det norske eiendomsmarkedet lukket og *lite transparent*. Hva gjelder sistnevnte hjelper det lite å ha god oversikt over hva som skjer, altså hva som blir solgt til hvilken pris, når selve transaksjonen er lite transparent. Begrepet peker derfor, etter hva jeg har forstått fra denne undersøkelsen, til selve *bakgrunnen* for den realiserte prisen. I følge IFRS er den mest pålitelige kilden til markedsverdi dokumenterte, *nylige* priser på *like*, eller *sammenlignbare* eiendommer. (Jf. kapittel 2) Aktørene kan bekrefte at dette sjeldent er tilfellet i det norske markedet. Men bruken av *prime yield* som benchmark er likevel svært utbredt. Vi skal se litt på hva aktørene har å si om dette begrepet i det følgende.

De aller fleste aktørene er enige om at yield er et diffust begrep siden det er vanskelig å vite nøyaktig hva som inngår i beregningen av nettoleie. Mange av de samme personene mener likevel at yield fungerer greit som benchmark, men ikke som verdivurderingsmetode (viser her til den enkle yieldmetoden). Som vi så i kapittel 5 opereres det også med flere ulike typer yield, ikke bare *prime*. En av de eksterne rapporterer tre ulike typer yield i sin verdirapport til oppdragsgiver:

- 1 års- yield (direkteyield): Basert på dagens leieinntekt og *standardisert eierkostnadsnivå*. Denne viser faktisk avkastning i dag, og er ofte den som er reflektert i media. Det er denne investorene ofte forholder seg til.
- Yield basert på dagens leieinntekt og markedsleie for ledig areal. Dette er en simulert avkastning i dag.
- Yield basert i sin helhet på markedsleie med full utleiegrad. Her må alle kontrakter være utløpt. Dette viser langsiktig avkastning på eiendommen.

Direkteyield, tilsvarer den rapporterte yielden i markedet. Den beregnes som netto leieinntekt inneværende (eller neste) år dividert på pris. Det er en direkteavkastning på første års leie. Men hva tilsvarer *standardisert eierkostnad*? Denne representerer, etter hva jeg har forstått, eierkostnader ved en *prime eiendom*. Ved bruk av dette nøkkeltallet må man justere for særegenheter med eiendommen man ønsker å verdsette. Som nevnt tidligere i kapitlet på man også kunne modellere transaksjonen for at den skal kunne være representativ for markedsverdi. Dette er ingen lett oppgave.

Et av livselskapene trekker frem andre kompliserende elementer. For det første kan kontantutlegg aktiveres (balanseføres og avskrives over levetiden) og fremkommer dermed ikke direkte i driftsregnskapet. Offentlige regnskap viser heller ikke de ulike typene kostnader, kun aggregert. Den rapporterte yielden representerer således ikke nødvendigvis den faktiske direkteavkastningen. Yield er altså kun et øyeblikksbilde og trenger ikke si noe om fremtidig langsiktig avkastning, som for eksempel internrenten (IRR).

Et annet kompliserende element er ulike prisrabatter (ofte 10-11 %) som gis ved salg av eiendom i form av aksjeselskap. Grunnen til denne prisrabatten er at kjøper overtar avskrivningsgrunnlaget uten mulighet for oppjustering av kjøpspris (kjøpers anskaffelseskost). Dette leder til tap av fremtidig skattefordel som kommer av avskrivningene, noe kjøper krever kompensasjon for. Hvis rapporterte priser inkluderer rabatter uten at dette kommer tydelig frem vil dette innebære at selskapsformen (aksjeselskap) overskygger den virkelige bruttoverdien av eiendommen. Også fradrag for latent skatt og transaksjonskostnader kan forstyrre bildet.

Videre nevnes det at noen selskaper annonserer oppjusteringer i sine porteføljer i forkant av planlagt salg. Men de har da også nedskrevet mye i forkant. Dette er misvisende og forvirrende for markedet, som tror oppjusteringen skyldes reell verdistigning. Det kan også

være vanskelig å vite hvordan den rapporterte yielden tar hensyn til ledighet i deler av bygget. Man kan jo lure på om prime forutsetter 100 % utleiegrad. Dette må man i så fall også justere for.

”Prime yield refereres ofte til som et nøkkeltall, men få eiendommer i et begrenset geografisk område, som regel med lange leiekontrakter (+/- 10 år) faller inn under dette begrepet.”

Man skal med andre ord være svært bevisst på kravene som ligger bak nøkkeltallet, *prime yield*, og hvordan den respektive eiendommen skiller seg ut fra salgsobjektet. Så lenge prime er utgangspunkt i enhver verdivurdering (før man justerer for spesiell risiko), må man være forsiktige med å ikke vektlegge denne for mye da dette er et absolutt minimumskrav i markedet.

7.2.4 SAMMENDRAG AV FUNN

Den beste, mest sofistikerte verdimodellen vil ikke gi noe bedre estimat enn en enkel yieldberegning, med mindre man inkluderer alle relevante verdidrivere og risikoelement, og kvaliteten på disse innsatsfaktorene er god. Eiendomsmarkedet påvirkes i varierende grad av generelle makrodrivere i økonomien, avhengig av geografiske områder og segment. Flere påpeker den økende betydningen av utviklingen i finansmarkedene grunnet at økende markedsandeler dekkes av fond. Hva gjelder datatilgjengeligheten i markedet uttrykker gruppen *eiendomsselskaper*, som også er brukere av den enkle yieldmetoden, at tilgangen er tilfredsstillende for å foreta gode verdivurderinger av sine eiendommer. Følgende selskaper benytter ikke markedsleien i sine beregninger, og har derfor ikke like stort behov for slik informasjon. Dette gjelder ikke de andre selskapene som benytter DCF eller hybridmodellen. Her vil gode estimater på markedsleien være avgjørende for verdivurderingen.

OPAKs leieindekser og Eiendomsverdi Næring trekkes fram som gode kilder. Merk at dette kun dekker Oslo-området. Den norske IPD indeksen ble nevnt et par ganger, men ser ikke ut til å bli brukt i særlig grad. Kilder til den generelle markedsutviklingen ser ut til å være tilfredsstillende i form av markedsrapporter fra blant andre de største eksterne verdivurdererne. Sammenlignbare markedspriser er derimot en utfordring grunnet få transaksjoner, lite direkte innsikt i grunnlaget for fastsatt pris, og generelle særegenheter ved salgsobjektet. Yieldbegrepet oppfattes også av samtlige som et diffust begrep som alle vet

hvordan man beregner, men ikke hva som ligger i netto leieinntekt. Yield benyttes likevel som benchmark i verdivurderingene, og da i hovedsak prime yield.

7.3 DEFINISJONEN AV VIRKELIG VERDI

”*Samme metode uansett formål*”. Dette var alle enige om, men ikke alle var like bastante i sine svar. Svar som ”*tja, jo, det stemmer vel*” fremkom et par ganger. Dette kan tyde på at skjønnsmessige vurderinger blir noe påvirket av formålet med verdivurderingen. En av de eksterne påpeker at ”*vår definisjon på markedsverdi er den salgssummen det forventes at eiendommen vil oppnå dersom den selges i dagens marked (gitt at eiendommen skal avhendes i dag)*.” Dette ligner IFRS-definisjonen, med unntak av ordet skal. I det følgende skal vi se på hvorvidt ulike formål og posisjoner i markedet kan skape ulike meninger om hva som ligger i definisjonen av *virkelig verdi*.

7.3.1 MARKEDSVERDI VERSUS INVESTERINGSVERDI

Anonym B i gruppen *eiendomsselskap* virket ikke like opptatt av å finne den riktige *markedsverdien* som definert i IFRS. Motivasjonen virket mer drevet av hva de selv mener eiendommen er verdt i en investeringssituasjon. Utgangspunktet blir derfor litt mer ”innenfra og ut” ved at man i større grad baserer verdivurderingen på hva man selv mener er verdiskapende fremfor hvordan man *tror* markedet verdivurderer. Dette minner mer om *Investeringsverdi, eller worth* enn markedsverdi, diskutert i kapittel 4 og 5. Utgangspunktet anses naturlig da aktøren ikke er underlagt IFRS og virkelig verdi-rapportering. For vedkommende, som også er tilhenger av yieldmetoden, er det mest avgjørende for verdivurderingen at den ikke er for tidskrevende. Selskapets strategi er å finne underprisede eiendommer og deretter være rask i budrunden for å sikre seg dem. Videre påpeker vedkommende at byggets profil eller tilstand ikke er av størst betydning da det uansett planlegges oppgraderinger i løpet av en tiårsperiode. Her er utviklingspotensialet noe av det viktigste i verdivurderingen.

Et av livselskapene diskuterte også sammenhengen mellom investeringsverdi og rapportert markedsverdi. Her ble det poengtert at verdien man oppnådde i markedet ofte ikke samsvarte med bokført markedsverdi, noe som kan indikere at andre parametere inkluderes i en investeringsprosess. Dette viser vel kanskje også at en verdivurdering, underlagt IFRS eller ei,

ikke er annet enn et kvalifisert "best guess" basert på tilgjengelig informasjon og erfaring. Anonym C (*fondsforvalter*) la til at verdi kan ha ulik betydning for ulike investorer.

"Et fond som skal snu pengene rundt på 3 år har et helt annet perspektiv enn et forsikringselskap eller lange familiepenger, og vil følgelig kunne betale ulike priser. Dette kan gi støy i interne vurderinger."

Denne segmenteringen med hensyn til pris ble også nevnt av ett av livselskapene (Anonym A). Vedkommende forteller at fondsaktører gearer sine investeringer og presser priser, men kan ikke by på eiendommer med lange kontrakter under markedsleie. Dette skaper en viss segmentering i markedet basert på byggets kontraktsprofil. Livselskaper har ikke samme begrensninger hva gjelder tilgjengelig kapital og har dessuten en betraktelig lengre forvaltningshorisont (50-100 år). Da blir en relativt kort periode med underleie mindre viktig i det lange løp.

7.3.2 SAMMENDRAG AV FUNN

Det ser ut til å være flere andre verdidrivere som ikke nødvendigvis fanges opp eksplisitt i modellene diskutert over. Det er nettopp her skjønnsmessige vurderinger spiller en avgjørende rolle. Så lenge markedet består av ulike typer investorer med ulike strategier og rapporteringsrammeverk (IFRS eller NGAAP) vil man alltid få ulike vurderinger basert på forskjellige utgangspunkt, holdninger og forventninger. Erfaring i de ulike segmentene, kjennskap til de ulike aktørene og forståelse av de viktigste markedsdriverne vil med all sannsynlighet resultere i en mer treffende verdivurdering.

7.4 EKSTERNE VERSUS INTERNE VERDIVURDERINGER

Fem av åtte aktører benytter eksterne verdivurderinger. Alle, med unntak av én benytter en eller flere av de "fire store": DTZ, Akershus Eiendom, DnB og Newsec. Et utvalg av eiendommer (40-45 %), basert på størrelse, beliggenhet og/eller kontrakttyper verdivurderes eksternt hvert kvartal. Tilsvarende for eiendomsfond, men her 100 % av porteføljen. Interne løpende verdivurderinger foretas alt fra kvartalsvis, halvårlig til årlig. Statsbygg foretar *ikke* løpende verdivurderinger av sine eiendommer. Se vedlegg 9 Tabell 9.5-9.6.

7.4.1 FORMÅL MED EKSTERNE VURDERINGER

Formålet med å benytte eksterne verddivurderinger er å forsikre pålitelighet i de rapporterte verdierestimaterne. Som vi så i kapittel 2 anbefaler IFRS bruk av eksterne, uavhengige verddivurderere, men det påkreves ikke. Hva gjelder fond ligger det ofte føringer i prospektet om at det *skal* foretas eksterne verddivurderinger. En ekstern, uavhengig og objektiv verddivurdering forventes med andre ord å treffe bedre på markedsverdi og dermed øke påliteligheten. Aktørene er derimot noe uenig i om dette er en selvfølgelighet.

7.4.2 ET KRITISK BLIKK PÅ EKSTERNE VERDIVURDERINGER

På spørsmålet om bruk av eksterne verddivurderinger var det flere som påpekte potensielle svakheter ved denne praksisen. Variasjoner i verdi mellom eksterne, og ekstern/intern kan ligge på hele +/- 10 % på enkelteiendommer, men vesentlig lavere på porteføljenivå (+/- 1-4 %). Men dette er ikke trivielt. 4 % differanse vil ha stor effekt på egenkapitalavkastningen. Differanser som dette kan skyldes uklarheter i tilgjengelig informasjon eller ulike vurderinger av yield, kostnader og markedsleie. Under følger argumenter fra undersøkelsen som retter et kritisk blikk på eksterne verddivurderinger.

- Eiendom i Norge følger OSE4040 og/eller OSEBX overraskende tett, selv om majoriteten av eiendomsselskapene ikke er børsnoterte.²⁵ Ved stadig endring i finansmarkedet vil det som regel alltid være et visst tidslag i eksterne verddivurderinger, trolig grunnet mangel på tilstrekkelig informasjon.
- Verddivurderingene tenderer til å lagge (tidsetterslep) også ut fra en "forsiktighetsholdning". Dette synliggjøres gjennom markedets prising av eiendomsfond som til tider motstrider de eksterne vurderinger.
- Bedre kjennskap til drift, ledighet og investeringsbehov gjør forvalteren selv best skikket til å gjøre et nøyaktig verdierestimater. *"Vi er aktørene i markedet, det er vi som kjøper og selger basert på disse verdiene."*

²⁵ OSE4040 er en eiendomsindeks på Oslo Børs bestående av 4 børsnoterte eiendomsselskap. OSEBX er Oslo Børs' Hovedindeks bestående av 56 børsnoterte selskaper og er et representativt utvalg av alle børsnoterte selskaper i Norge. (www.oslobors.no)

- Eksterne har en tendens til å være mer opptatt av rapporterte transaksjoner i samme område som i utgangspunktet ikke er veldig sammenlignbare. Eksterne ligger ofte for høyt eller for lavt. Det kan skyldes uenighet om markedisleie eller oppnålig leie etter utløp, yield eller oppgraderingsbehov.
- Eksterne kan noen ganger være for optimistiske eller pessimistiske i opp- og nedgangstider, noe som bare forsterker bildet. I nedgangstider tillegges tidvis også samme type risiko både over og under brøkstreken. Det vil si at analysen blir unaturlig risikoavers ved at både kontantstrømmen og diskonteringsrenten bærer samme risiko.
- Eksterne undervurderer ofte eierkostnader, spesielt oppgraderingsbehov.

Det er med andre ord noe kritikk rundt eksterne verddivurderinger, men kanskje mest i tilfeller hvor oppdragsgiver har interne, detaljerte og modelltekniske verdimodeller.

7.4.3 FORDELER VED EKSTERNE VERDIVURDERINGER

Aktørene er derimot ikke entydig pessimistiske. De nevner også flere styrker ved bruk av eksterne. Følgende argumenter eksemplifiserer dette.

- Det øker påliteligheten i markedet. De kan dette best siden de har bredere innsikt i markedet og transaksjonene.
- Eksterne verddivurderinger viser hva som vektlegges i markedet og tillater kvalitetssikring av intern modell.
- Interne modeller vil kunne ha en mer jevn utvikling, og her er det rom for manipulasjon, for eksempel med mål om å møte covenantskrav.²⁶ Eksterne verddivurderinger er objektive og lar seg ikke påvirke av dette.
- Ved bruk av kun interne verdsettelse er det en viss risiko for at man "forelsker seg" i bygget man forvalter og derfor overvurderer (eller undervurderer) verdi ved å overfokusere på spesifikke karakteristika ved driften av bygget. Det man da kanskje

²⁶ Covenants krav er føringer i låneavtale, som for eksempel at egenkapital skal ligge på et ansvarlig nivå i forhold til gjelden i selskapet.

glemmer er at markedet ikke sitter med den samme innsikten og vil derfor trolig ikke verdsette det likt.

- Det er nok sant at eksterne har et visst tidslag i sine vurderinger, men dette er på grunn av at estimatene skal baseres på dokumenterbare data så langt som mulig for å forsikre pålitelighet. Det er viktig å poengtere at eksterne ikke skal være verdidrivere i markedet.
- Eksterne gir ikke nødvendigvis noe mer nøyaktig verdierestimat. Men så er jo dette en pengedrevet bransje hvor aktørene har mulighet til å ”mele sin egen kake”.

”Vi (eksterne) får oversikt over faktiske leienivå fra våre oppdragsgivere i tillegg til data fra vår megleravdeling. Vi utfører også over 1000 verdivurderinger årlig av alle typer eiendommer med både sentral og regional beliggenhet og har et stort antall ansatte med lang erfaring fra eiendomsmarkedet.”

Det er viktig å påpeke at samtlige som diskuterte bruken av eksterne verdivurderinger argumenterte både positivt og noe kritisk. Ingen var med andre ord entydig pessimistiske. Videre er det én aktør som stiller spørsmål ved uavhengigheten mellom ekstern og oppdragsgiver. For eksempel vil høy verdi i balansen i forkant av finansiell uro i markedet kunne legge press på både den interne og eksterne verdivurderingen, ved at vesentlige endringer kan føre til tap av ansikt. *”Man skal uansett ikke glemme at verdivurderingen er et resultat av dialoger mellom selskap og oppdragsgiver.*

7.4.4 BRUK AV TAKST I VERDIVURDERINGEN

Bruken av takster i verdivurdering av næringseiendom ble også diskutert. Her var det stort sett enighet om at dette alternativet sjeldent benyttes i markedet. Argumentasjonen for dette var i hovedsak at takster ble for tekniske og at de ikke tar hensyn til forbedringspotensialet eller markedssituasjonen på vurderingstidspunktet. Et annet argument var at investorene stoler mer på seg selv og vurderer kun takst hvis det er stor usikkerhet rundt eiendommens tilstand eller reguleringsbestemmelser.

Takstmann på sin side stiller spørsmål om uavhengigheten mellom oppdragsgiver og ekstern. Vedkommende påpeker at sistnevnte kan ha egeninteresse av høy verdivurdering, spesielt

med hensyn til fondsvurderinger som ofte ligger over realisert verdi, gjerne med opp til 4 %. Videre påpekes det her at en takst bygger på 6 hovedelementer: Leie, eierkostnader, oppgraderingskostnader, utbyggingspotensialet og servitutter (heftelser). Disse leder sammen til det 6. elementet, nemlig yield. Omtrent 40 % av verdivurderingen er teknisk rettet. *"Dette tar ikke markedet nok hensyn til i sine verdivurderinger."*

7.4.5 SAMMENDRAG AV FUNN

Det kan se ut som om markedet er litt delt i spørsmålet om hva som er en fullgod og nøyaktig verdivurdering, og hvem som kan dette best. Kritik mot eksterne verdivurderinger er i hovedsak grunnet i at de er for fokuserte på generelle markedsnivå hva gjelder kostnader og leieinntekter. Noen mener de ikke burde straffes for at nabobygget drives med høyere ledighet eller lavere leie. En annen kritikk går på at de lagrer i sine verdivurderinger (jf. kapittel 5). Fordelen ved eksterne er i følge aktørene at det styrker tilliten i markedet, nettopp på grunn av at estimatene baseres på dokumenterbare data. De har også mye mer utbredt innsikt i markedet generelt gjennom sine verdivurderinger og databaser. Taksmann mener verdivurderingene har gått for langt bort fra substansverdien og stiller seg også kritisk til uavhengigheten mellom eksterne og oppdragsgiver.

Her er det viktig å påpeke at denne undersøkelsen alene ikke har nok statistisk relevans til å kunne konkludere om meningene over er representative for markedet generelt. Funnene kan kun gi en indikasjon på ulike holdninger som eksisterer mellom ulike typer aktører.

8. DRØFTELSE

8.1 METODIKK I TEORI OG PRAKSIS

Litteraturanalysen i del 1 og undersøkelsen i del 2 viser i all hovedsak sammenfallende metodikk i teori og praksis. Majoriteten av aktørene i undersøkelsen benytter kontantstrømmodellen (DCF) som hovedmodell, støttet av yieldmetoden og/eller relativ verdivurdering (pris per kvadratmeter). Dette er i tråd med funnene i Finanstilsynets undersøkelse (2010). Kun eiendomsselskapene benytter yield som hovedmodell, til tross for at flere anså yield som den mest benyttede metoden i markedet. Dette kan tyde på en viss skjevhet i utvalget ved at mindre aktører, ikke underlagt IFRS, er underrepresentert i undersøkelsen. Med andre ord trenger ikke DCF være like utbredt i markedet som undersøkelsen kanskje skulle tilsi.

Majoriteten mente at yield er et ullent begrep ved at den ikke gir nok innsikt i beregningen av netto leie. Hybridmodellen, også kalt normalisert netto kapitaliseringsverdi, nevnes av Nordea, Anonym C (*fondsforvalter*) og Newsec. Metoden skal i teorien gi samme verdi som en DCF-analyse, men viser ikke forutsetningene eksplisitt.

Takseringsselskapet BER er det eneste som benytter kostnadsbasert metode (DRC) som hovedmodell. Her presiseres det videre at omtrent 40 % av en verdivurdering er teknisk rettet, noe som markedet generelt ikke anerkjenner i tilfredsstillende grad. Manglende bruk av takster i verdivurderingen bekreftes av aktørene i undersøkelsen.

Samtlige i undersøkelsen mente deres respektive metoder var tilfredsstillende nøyaktige og ivaretok et fullstendig markedssyn. Metodikken var også den samme uansett *formål*. Med unntak av BER var det ingen av informantene som svarte ja på bruken av internasjonale standarder og guidelines, og noen virket ikke kjent med organisasjonene i det hele tatt. Dette gjaldt spesielt aktørene som ikke er underlagt IFRS.

Metodikk, spesielt DCF, er likevel i tråd med standardene diskutert i kapittel 4, med noen unntak. Praksis viser varierende hensyn til timing for inn- og utbetalinger, bruken av sjablonsatser for eierkostnader, ledighet, samt hensyn til administrasjons- og markedsføringskostnader. DRC-metoden benyttet av BER er ikke like detaljert som IVS hva

gjelder verdiforringelse (fysisk, funksjonell og økonomisk). Hvorvidt aktørene benytter andre *verdigrunnlag* enn IFRS' *virkelige verdi* kom ikke frem av intervjuene. Men jeg fikk inntrykk av at de eksterne, i all hovedsak, verdsetter med verdigrunnlaget *markedsverdi* (Open Market Value diskutert i kapittel 4)

Det var også interessant å se at ingen av aktørene har endret metodikk siden finanskrisen. Dette indikerer at valgte metoder anses som tilstrekkelig pålitelige og relevante også i urolige tider. Livselskapene benytter sensitivitetsanalyser etter krav fra Finanstilsynet, men det var tydelig fra Anonym A (*livselskap*) at bruken av slike analyser bare er misvisende, da det eksisterer en gjensidig avhengighet mellom verdidriverne som vektlegges i diskonteringsrenten. Anonym D (*ekstern*) understreker at kun én verdi kommuniseres til kunden, men at sensitivitetsanalyser benyttes internt i verdivurderingen. Ved ønske fra oppdragsgiver kan *ekstern* utarbeide sensitivitetsanalyser. Dette er kun til intern bruk hos oppdragsgiver, og inngår ikke det offisielle verdivurderingsdokumentet. Jeg finner dette nokså interessant, da det kan se ut som om bransjen ikke kommuniserer, i hvert fall ikke veldig direkte, den faktiske usikkerheten som ligger til grunn i verdivurderingene. Større åpenhet og transparens i verdivurderingene var en av oppfordringene i The Mallinson Report (1994) (jf. kapittel 4).

I det følgende skal vi se nærmere på styrker og svakheter ved de ulike modellene, og vurdere hvorvidt de tilfredsstillende *best practice*.

8.2 SUBSTANSIELT INNHOLD

For å vurdere modellenes substansielle innhold viser jeg til kriteriene for *best practice* definert i kapittel 2. Nå skal det sies at verdivurdering ikke er noe eksakt vitenskap, og om ikke annet kan oppgaven i hvert fall konstatere nettopp dette. *Kriteriene* burde kanskje heller få betegnelsen *målsetninger* gitt de mange utfordringene som foreligger i enhver verdivurdering. Med et noe mer konservativt utgangspunkt vurderer jeg overnevnte funn mot de tre *målsetningene for best practice*.

8.2.1 PÅLITELIGHET OG RELEVANS

Uansett metode vil ikke en verdivurdering anses som *pålitelig* med mindre den er gjennomført av en faglig kompetent person med solid erfaring i bransjen. Målsetningen om *relevans*

avhenger av *formålet* og *verdigrunnlaget* i verdsettelsen, samt *brukeren*. Da aktørene i undersøkelsen benytter samme metode uansett formål, velger jeg å vurdere metodene på et generelt nivå, men skiller mellom *markedsverdi* og *investeringsverdi* hvor dette anses relevant.

8.2.1.1 KAPITALISERINGSMETODER

Inntektskapitaliseringsmetodene (DCF og yieldmetoden) vil gi samme verdi kun under forutsetningen om en konstant kontantstrøm i evig tid, som kun øker med inflasjonen (jf. kapittel 3 og eksempel i vedlegg 3). Denne forutsetningen er derimot, antageligvis, fullstendig urealistisk, og det er her den enkle yieldmetoden ikke holder mål. Elementer som markedsleie, oppgraderingskostnader og ledighet vil variere over tid, og endringene vil vanskelig la seg inkorporere i en enkel yieldberegning. Derimot er ikke metoden uten verdi. Som vi har sett i undersøkelsen, tillater metoden en effektiv rimelighetsvurdering av priser i markedet. Metoden benyttes også i praksis for å rimelighetsvurdere andre metoder, og som påpekt av Adams et al. (1999), burde man bruke metoden så lenge den brukes i markedet. Jeg vil derimot påstå, basert på funn i oppgaven, at yield alene ikke gir en pålitelig verdivurdering.

Pålitelighet i bruken av DCF-metoden oppnås kun ved bruk av relevant og tilstrekkelig markedsdata. Transaksjoner i markedet anses som den ypperste kilde til *markedsverdi*, og relativ verdivurdering er i så tilfelle den mest pålitelige metoden. Ved bruk av markedsdata i DCF-modellen må referansetransaksjonen være sammenlignbar hva gjelder beliggenhet, eiendommens standard, type leietager, antall leietagere og så videre. Dette er vanskelig gitt de mange særegenhetene med eiendom, men DCF har fordelen ved å gjøre justering for slike særegenheter eksplisitt, noe som øker påliteligheten for utenforstående. Bruken av sjablongsatser frarådes, da dette kan gi et veldig misvisende bilde på eiendommens faktiske lønnsomhet.

Med mål om å fastsette *investeringsverdi* vil det være relevant å inkorporere eierspesifikke forhold, som for eksempel finansiering og den skattefordelen dette gir. DCF-analysen tillater denne tilpasningen ved å justere kontantstrøm og diskonteringsrente for finanskostnader og skatt. Metoden har derimot også noen klare svakheter det er verdt å være kjent med. Gjesdal

(2012) påpeker modellenes *sirkularitet* som en viktig svakhet. Verdien er i stor grad avhengig av størrelsen på den fremtidige verdien av eiendommen (terminalverdien). Gjesdal (2012) nevner videre at det kan være vanskelig å skille verdien som kommer av tidligere investeringer fra verdien av planlagte, fremtidige investeringer.

”En økning i netto kontantstrøm kan være et resultat av forbedret inntjening eller reduserte investeringer. Det ville være nyttig å kunne skille disse.” (Gjesdal 2012 s.22)

Ovennevnte utsagn viser hvor viktig det er å forstå ballasten til den fremtidige verdien i verdsettelsen, men også å kjenne historikken til bygget. Dette er vanskelig når man verdsetter et ukjent bygg. Med mål om å fastsette *markedsverdi* kan man kanskje forvente generelt mindre innsikt i slike detaljer blant aktørene i markedet, og en mer grundig vurdering av slike forhold vil slike tilfeller være mer aktuelt i vurdering av *investeringsverdi*.

8.2.1.2 KOSTNADSBASERT METODE

Kostnadsmetoden (DRC) anses som pålitelig gitt at den foretas av en fagperson med byggeteknisk kompetanse. Analysen inneholder svært mange ulike kostnadsdrivere (planlegging, bygging, materialer, arbeidskraft osv.). Metoden tar ikke hensyn til makroøkonomiske drivere i markedet. Det hjelper også lite, med formål om å fastsette *markedsverdi*, at få aktører benytter metoden. Som diskutert i kapittel 3, for å kunne fastsette markedsverdi, må man forstå hvordan markedet verdsetter. Hvis få gjennomfører analyser med fokus på byggekostnader vil man trolig ”bomme” på markedspris. Prediksjonsverdien er således nokså lav. Jeg vurderer likevel metoden som relevant, spesielt i tider med sterk verdivekst som ikke kan forklares av økning i byggekostnader. Dette kan indikere bobletendenser.²⁷ Her må det likevel påpekes at ingen av metodene er rustet til å kunne konstatere en eventuell eiendomsboble. Møller (2012) viser hvordan for eksempel yieldmetoden holder under en eiendomsboble.

”I bobler er leien høy, risikopremien lav og veksten høy, mens det i kriser er motsatt. Tilsvarende vil tomtepriser og byggekostnader gå opp i en boble, og man vil kunne «forsvare» de høye prisene med substansielle forhold. (Møller 2012 s. 24)

²⁷ En boble defineres av Kindleberger og Aliber (2005 s. 1) som ikke-bærekraftige mønster av prisendring eller kontantstrømmer.

Når det er sagt tror jeg likevel enhver verdivurderer vil være tjent med en mer teknisk verdivurdering, sett i sammenheng med en DCF-analyse. Eiendom har med tiden blitt et spekulativt aktivum. Faren med det er nettopp manglende fokus på substansverdi. Det vil være fordelaktig å kunne separere andel av verdi som støttes av dokumentert markedsdata og den andelen som baseres på (kvalifisert) skjønn. Dette gjelder alle innsatsfaktorene: Inntekt (kontraktfestet og ikke-kontraktfestet leie), eierkostnader (historiske og budsjetterte), ledighet (faktisk på verdivurderingstidspunktet og forventet), oppgraderingskostnader og diskonteringsrenten (*langsiktig* krav på total kapitalavkastning i motsetning til direkteyield).

En fullgod verdivurdering, uansett modell, krever forståelse av hvordan verdidrivere og risiko avhenger av hverandre. Dette har vi sett i forbindelse med oppbyggingen av avkastningskravet (kapittel 3 og 7). Møller (2012) fremhever den gjensidige avhengigheten mellom ledighet og markedsleie ved at de sammen egentlig er et produkt av tilbuds- og etterspørselspresset i markedet. På kort sikt er tilbud av eiendom nokså fast grunnet tregheter i utbygging. Høyt press på kort sikt vil derfor kunne drive likevektsprisen for markedsleie langt unna langsiktig likevekt.

”Man er nødt til å mene noe om markedsbalansen i øyeblikket og hvor lang tid en eventuell normalisering vil ta. Det gjelder både markedsleie og ledighet. Det gjelder både markedsleie og ledighet. I motsatt fall kan man bare konkludere med at en eiendom er verdt det den koster” (Møller 2012 s. 25)

8.2.1.3 EKSTERNE VERDIVURDERINGER OG IFRS

Som det fremkom av undersøkelsen var det noe uenighet rundt nytten av eksterne og interne verdivurderinger. Noen mente eksterne var i overkant fokuserte på markedsgenerelle forhold, og tok ikke nok hensyn til særegenhet ved bygget, som for eksempel ledighet. De *eksterne* på sin side trakk frem nettopp tilgangen på relevant og pålitelig markedsdata som en av de viktigste styrkene ved deres rolle i markedet. Grunnen til tidslaget, som kan fremkomme i eksterne vurderinger, kan skyldes, som påpekt av Newsec og Gundersen (2009), at inputen til modellene i stor grad er dokumenterte markedsdata, og derfor noe retrospektiv. Som påpekt av Anonym C (*fondsforvalter*), reagerer markedet raskt til endringer i hoved- og eiendomsindeksen på Oslo Børs. Markedspsykologien får økende betydning for verdiutviklingen desto mer spekulativt eiendom blir som aktivum. En *tidsriktig* verdsettelse vil nok alltid være utfordrede, og det er ikke noe enkelt svar på hvor mye av verdsettelsen

som skal preges av eiendomsspesifikke forhold, og hvor mye som skal defineres av markedsstatistikk. Undersøkelsen viser at praksis er å benytte markedsdata ved utløp av kontraktfestet kontantstrøm.

Nellessen og Zuelch (2011) finner at varierende praksis blant eksterne, og *glattede* verddivurderinger (verddivurderer påvirkes av egne tidligere verddivurderinger) er noen av grunnene til mistilliten til IFRS og *virkelig verdi*. Studier av Diaz og Wolverton (1996, referert i Diaz og Hansz 1997) støtter at glattingsproblemet er reelt, men ikke i alle tilfeller.

Etter hva jeg har sett fra undersøkelsen er praksis blant de eksterne nokså sammenfallende. *Glattning* ble ikke diskutert spesifikt under intervjuene. Derimot ble skepsis vedrørende uavhengighet mellom ekstern og oppdragsgiver nevnt et par ganger. Hva gjelder tillit til IFRS og *virkelig verdi* i Norge ser det ut til at situasjonen er noe annerledes enn internasjonalt. Gjerde et al. (2008) finner at IFRS har marginal økning i verdirelevans for både regnskap og balanse (analysen baseres på en sammenligning av NGAAP- og IFRS- regnskap i 2004). Beisland og Knivsflå (2011) har analysert regnskapstall over fire år: NGAAP fra 2001-2004 og IFRS fra 2005-2008. Studiet viser at verdirelevans har økt for balansen men er redusert for resultatregnskapet. Med dette som utgangspunkt ser det ut til at IFRS og *virkelig verdi* anses som relevante kilder i verddivurderingen. Undersøkelsen viser derimot skepsis fra blant andre Anonym A (livselskap), som er underlagt IFRS-rammeverket. Her påpekes verdiendringenes effekt på resultatregnskapet, og hvordan dette fører til unødvendige opp- og nedjusteringer. Med andre ord kan det se ut som det er noe ambivalente holdninger til IFRS og måleattributtet *virkelig verdi*.

8.2.2 ETTERPRØVBARHET

Kontantstrømmodellen (DCF) har som sagt den klare fordel ved å tillate eksplisitt dokumentasjon av forutsetninger vedrørende inntekt, kostnader og risiko over tid. Detaljgraden av de respektive forutsetningene kan derimot variere i modellen. Men for etterprøvbarhetens skyld vil en så detaljert analyse, så langt det er hensiktsmessig med hensyn til formål, være fordelaktig.

Til tross for faren for at stegvis oppbygging av diskonteringskravet kun er et resultat av en, i utgangspunktet, skjønnsmessig risikovurdering, anser jeg denne metoden som mest pålitelig

da den i det minste krever en relativ fordeling av de ulike risikodriverne. Jeg kommer tilbake til dette under vurderingen av sammenlignbarhet.

Grad av etterprøvbarehet er gitt av samme *prosess* som en fullgod empirisk undersøkelse (Jacobsen 2005):

- Definer spørsmål: *Formål og verdigrunnlag*
- Dann forventning: Identifiser de viktigste *verdi- og risikodriverne*
- Gjennomfør en empirisk undersøkelse: Analyser *pålitelig og relevant data* for å beskrive virkeligheten

Som påpekt i Finanstilsynets rapport (2010) er utfordringen å implementere interne rutiner og metoder for dokumentasjon, systematisering og sammenstilling av data. Konsistens i metodebruk, over tid og på tvers av eiendommer, muliggjør etterprøving av resultatene.

8.2.3 SAMMENLIGNBARHET

Målsetningen om *sammenlignbarhet* innebærer at ulike verdierestimater kan vurderes *i forhold til hverandre*, og gir dermed verdifull informasjon til bruk i andre verddivurderinger. Dette gjelder verdierestimater av samme eiendom over tid, men også på tvers av eiendommer i en portefølje, og i markedet. Den mest opplagte målsetningen er her at markedet samkjøres i metodebruk, og at det foreligger en universell konsensus rundt hvilke verdidrivere som er viktigst for å definere verdi. Dette betyr ikke at de må tillegges samme tallstørrelse, da ville det ikke vært noe marked, men at komponentene i modellene er de samme (jf. diskusjon i kapittel 3).

Yieldmetoden skårer høyt på sammenlignbarhet, *gitt at markedet har en 100 % unison forståelse av innholdet i modellen*, som for eksempel hva som ligger i eierkostnadene. Dette ser ikke ut å være tilfellet i praksis, og metoden oppleves derfor som diffus og lite egnet som en fullgod verddivurdering alene. Den kan gjerne benyttes som rimelighetsvurdering av andre verdsettelsener på samme bygg, og videre gi en viss indikasjon på hvordan markedet oppfatter verdien gitt deres manglende tilgang på eiendomsspesifikk data.

DCF-metoden tillater en mer eiendomstilpasset verdsettelse. En god og dynamisk Excel-modell tillater konsistente verddivurderinger på samme eiendom over tid. Desto mer detaljert, desto høyere krav til den modelltekniske utformingen. Ulik grad av kompleksitet vil derimot

gjøre verdsettelse lite sammenlignbare på tvers av eiendommer. Ved å benytte klart definerte *verdigrunnlag* vil man kanskje kunne forvente mer konsensus rundt konteksten i verddivurderingen, og dermed innholdet i modellen. Dette vil kunne tillate sammenligning *på tvers av verdigrunnlag*.

Finanstilsynet (2010) har et annet mulig bøtemiddel, og foreslår at all eiendomsspesifikk risiko tillegges kontantstrømmen. Møller (2012) er enig i dette og henviser til CAPM (Capital Asset Pricing Modell),²⁸ og *betarisiko* som bærer av all eiendomsspesifikk risiko (jf. kapittel 3). Dette kan muligens bøte mot problemet med overlappende risikoelement. Fremgangsmåten ville også muligens gjøre forventningen om vekst mer eksplisitt i verddivurderingen. Som vi har sett i undersøkelsen inkluderes ikke vekst, annet enn et langsiktig mål på inflasjon (2,5 %). Møller (2012) mener det ikke er utenkelig at noen verdsettelse inneholder en skjult vekst i diskonteringsrenten. På denne måten fremstår diskonteringsrenten mer som en multiplikator enn et avkastningskrav.

Forslaget om å legge all eiendomsspesifikk risiko i telleren virket ikke veldig godt mottatt blant noen av aktørene i undersøkelsen. Noen stilte seg kritiske til hvorvidt dette var gjennomførbart i praksis, og om det i det hele tatt ledet til en mer nøyaktig verddivurdering.

Ingen av aktørene i undersøkelsen benytter CAPM. Holdningen generelt var at metoden er for teoretisk og ikke direkte anvendbar gitt særegenhetene i det norske eiendomsmarkedet (jf. forutsetningene for bruken av CAPM i kapittel 3). Det har vært noe uenighet mellom praktiserende eiendomsaktører og teoretikere om hvorvidt finansteori som CAPM og WACC (vektet avkastningskrav til totalkapitalen) er anvendelig i verddivurdering av eiendom. Damodaran (2002) mener tradisjonelle finansteoretiske metoder, som CAPM, kan benyttes uavhengig av aktivaklasse, så lenge verdien av eiendel kan defineres av dens evne til å generere en framtidig kontantstrøm. Jeg går ikke lenger i denne diskusjonen, men viser til Kampli (2004), Hiller et al. (2007) og Damodaran (2002) for en innsiktsrik innføring i eiendom og porteføljeteori.

Et annet debattert område er hensyn til skatt i verddivurderingen. Dette området har, som presisert innledningsvis, ikke fått stor oppmerksomhet i oppgaven. Grunnen til dette er

²⁸ Minner om at CAPM benyttes i finansteorien for å fastsette krav på egenkapitalavkastning. Se kapittel 3 for presentasjon av modellen.

temaets kompleksitet. Noen ord om dette er, kanskje, likevel på sin plass. Jeg avslutter derfor diskusjonen med noen refleksjoner rundt skatt.

I aksjemarkedet angir CAPM et etter-skatt krav på egenkapitalen (jf. kapittel 3). Dette er fordi det ikke er mulig å identifisere før-skatt krav i markedet (Møller 2012). Som sagt i kapittel 3, et verdiestimat før skatt er ikke direkte sammenlignbart med et verdiestimat etter skatt, grunnet kapitalstruktur og andre kompliserende forhold. IFRS presiserer at *virkelig verdi* skal være en før-skatt-verdi. IPD indeksen er også basert på ubelånte verdier (100 % egenkapital), før skatt. Dette er også for å tillate sammenligning av verdier på tvers av landegrensene. Damodaran (2002) mener at det er uheldig å se bort fra finansiering, og den skattefordel rentekostnaden gir, da *gearing* er en svært viktig del av investeringsbeslutningen (jf. kapittel 3). Størrelsen på skatteelementet er derimot veldig individuell for hvert skatteobjekt (selskap/person), og eiendomsverdier etter skatt kan være mindre relevante for aktørene i markedet, da de kan ha helt ulike skatteposisjoner. Andre kompliserende elementer er, for eksempel, hvorvidt man kjøper eiendommen (innmatkjøp) eller aksjene i et eiendomsselskap (Single Purpose Vehicles).²⁹

Skatt er rett og slett litt tungvint hvis målet er å fastsette *markedsverdi*, men det er uenighet rundt *hvor* vanskelig dette må være. Møller (2012) mener at man bør ta hensyn til skatt i verddivurderingen, og at dette kan gjøres nokså enkelt ved å redusere kontantstrømmen med en sjablonsats. Slik jeg ser det må da også diskonteringsrenten være et etter-skatt-krav. Personlig stiller jeg meg litt kritisk til dette med hensyn til målsetningen om sammenlignbarhet i markedet.

8.3 KONKLUSJON

Oppgaven hadde som målsetning å *beskrive* og *forklare best practice* i verdsettelse av næringsseiendom. *Beskrivelsen* av teoretisk best practice er basert på en gjennomgang av verdsettelsesteori, presentert av blant andre Damodaran (2002). Intervju av 11 eiendomsaktører, i 6 ulike aktørgrupper, viser at praksis er i hovedsak sammenfallende med verdimodellene presentert i del 1. Eneste metode som ikke ble dekket i litteraturanalysen var

²⁹ SPV er veldig vanlig i eiendomsmarkedet og innebærer at hver enkelteiendom ligger i et eget aksjeselskap. Dette er veldig populært da gevinst på salg av aksjer medfører omtrent null skatt. Man får derimot heller ikke skattefradrag på realisert tap.

hybridmodellen (normalisert nettokapitaliseringsverdi). Alle de fire metodene (Discounted Cash Flow, yieldmetoden, relativ verdivurdering og Depreciated Replacement Cost) benyttes av en eller flere aktører. DCF er mest populær som hovedmodell, og DRC benyttes i hovedsak kun av takseringsselskapet. For aktørene som ikke er underlagt IFRS benyttes kun en enkel yieldberegning. Aktørene viste ulik grad av modellteknisk kompleksitet og detaljnivå hva gjelder dokumentasjon av forventninger til de ulike verdidriverne.

Med mål om å også *forklare* best practice, har jeg vurdert metodikk, ut fra deres hensiktsmessighet, gitt grunnleggende regnskapsprinsipper og eiendomsmarkedets særegenheter. En nærmere diskusjon rundt metodenes pålitelighet og relevans, etterprøvnbarhet og sammenlignbarhet viser at kontantstrømmetoden (DCF) møter disse målsetningene best. Den tillater hensyn til både eiendomsspesifikke forhold, så vel som makroøkonomiske verdidrivere, eksplisitt i modellen. Metoden var tidligere forbeholdt fastsettelsen av investeringsverdi (ikke-markedsverdi) (Mallinson 1994), men manglende tilgang på "ferske" priser på sammenlignbare eiendommer har gjort metoden til en favoritt også i fastsettelsen av *markedsverdi*, og henvises til av både IFRS og de ulike internasjonale standardene. Metoden er også hovedmodellene hos de eksterne verdivurdererne samt livselskapene, og tilbyr god innsikt i de viktigste verdidriverne og risikoelementene i markedet.

Den største utfordringen er å fastsette verdien av den ikke-kontraktfestede kontantstrømmen, spesielt terminalverdien, markedsleie og ledighet. Med mål om *pålitelighet og relevans*, samt *etterprøvnbarhet*, burde analysen unngå bruk av sjablonsatser, som for eksempel oppgraderingskostnader og ledighet. En fullgod analyse ser også på risiko i hver enkelt leiekontrakt, fremfor en snittbetraktning. Slik detaljert kunnskap er derimot ikke lett tilgjengelig for andre aktører i markedet, og vil trolig ikke inngå i deres verdivurdering. Som presisert av én av informantene, er det fare for at svært detaljerte verdivurderingen blir for teoretiske, og dermed bommer vel så mye, hvis ikke mer, på *markedsverdi* som en enkel yieldberegning. *Sammenlignbarhet* taler derfor for konsensus blant aktørene, og større åpenhet, rundt metodikk og forutsetninger.

Fastsettelse av "riktig" diskonteringsrente (avkastningskrav) er også utfordrende, og vi har sett ulike metoder for hvordan denne kan beregnes. Finansteorietiske metoder, som CAPM, tillater den mest objektive fremgangsmåten, men anses av informantene som den minst anvendelige i det norske markedet. *Stegvis oppbygging* er å foretrekke med hensyn til

sammenlignbarhet og etterprøvnbarhet, selv om dette kan være et resultat av en vel så skjønnsmessig vurdering som *benchmarkyield* eller *aggregert oppbygging*.

DCF har en viktig svakhet ved at den er sirkulær (verdi avhenger av fremtidig verdi). En annen svakhet, gjeldende i enhver inntektskapitaliseringsmodell, er dens manglende evne til å identifisere bobletendenser. Jeg mener derfor bruken av gode, kostnadsbaserte metoder, som DRC kan være hensiktsmessig i kombinasjon med en DCF-analyse, selv om dette ikke på noen måte garanterer at bobletendenser fanges opp.

Ingen modell tilfredsstillende målsetningene med mindre de er basert på relevant og pålitelig markedsdata. Det samme gjelder personen som utfører analysen. Tilgang på dagsaktuell data, solid fagkunnskap og erfaring i markedet, taler for bruken av eksterne verdivurderere. Men ikke nødvendigvis hvis verdigrunnlaget er noe annet enn markedsverdi. Jeg tror markedet vil være tjent med mer åpenhet rundt datagrunnlag og forutsetninger. Formaliserte verdigrunnlag, som kommuniserer konteksten rundt verdsettelsen vil kunne unngå misoppfattelser mellom brukerne av verdsettelsen.

En modellteknisk og detaljert verdimodell garanterer ikke et mer nøyaktig verdiestimat, men *prosessen* tilbyr verdifull læring om utviklingen i markedsdriverne. I usikre tider vil dette kunne være spesielt nyttig. Dynamiske verdimodeller vil kunne effektivisere verdsettelsen og tilrettelegge for konsistens over tid.

9 KRITISK REFLEKSJON

9.1 IMPLIKASJONER

Eiendom har gjennom de siste 30 år fått en stadig viktigere posisjon i markedsporteføljen. Utviklingen av finansielle instrumenter tilrettelegger enklere tilgang for en voksende investormasse, norske og internasjonale, med ulike strategier. Jeg tør påstå at eiendom har funnet veien til den spekulative aktivaklassen. Dette har økt fokuset på risiko i verdsettelsen, og muligens på bekostning av teknisk-/substansverdi. I disse urolige tider, med gjeldskrise, kredittinnstramning og fallende økonomisk vekst i Europa (i motsetning til gode veksttall her hjemme), er risiko for overoppheting i det norske eiendomsmarkedet ikke utenkelig. Det vil være i alles interesse at eiendom verdsettes på en pålitelig og forsvarlig måte.

Definisjonen av *substansverdi* versus *markedsverdi* og implikasjonene av eventuelle store sprik mellom dem burde fanges opp i verdsettelsesprosessen. Funnene i denne utredningen viser at dette er ingen smal sak. *Best practice* er ikke noe absolutt begrep. *Målsetningene* kan derimot være en nyttig rettesnor i valg av metodikk, innsatsfaktorer og i utarbeidelsen av strukturerte rutiner for dokumentasjon, systematisering og sammenstilling av data. IFRS-rammeverket og internasjonale standarder og retningslinjer, tilbyr ulike fremgangsmåter for å møte de mange usikkerhetsmomentene i verdivurderingsprosessen. Her oppfordres det til å være fremtidsrettet i verdivurderingen. Jeg mener det er vel så viktig, og forsvarlig, å ta et steg tilbake og forstå de generelle trendene i markedet. Dette er ingen enkel oppgave, men så er det også det som gjør verdsettelse av eiendom så spennende.

9.2 BIDRAG OG BEGRENSNINGER

Funnene i denne oppgaven kan benyttes til å øke bevisstheten rundt eiendomsmarkedets økende kompleksitet, og hvordan dette setter stadig høyere krav til verdivurderer og brukere av rapporterte verdier. Utredningen gir en nokså inngående analyse av styrker og svakheter ved et utvalg teoretiske metoder, og hvordan disse benyttes i praksis. Analysen i del 1 og del 2 viser metodenes hensiktsmessighet, gitt eiendomsmarkedets særegenheter sammenlignet med andre aktivum.

Det er gjort mye forskning verden over på verdivurdering av eiendom. Etter min kjennskap har området, inntil nylig, forblitt et nokså lite studert tema i Norge. Litteratursøket viste flere

norske fagartikler, men ikke veldig mye akademisk forskning. Søk på tidligere masterutredninger avdekket en kvantitativ analyse på prognostisering av prisutviklingen på næringseiendom i Norge (her vil jeg vise til en økonometrianalyse på kontoreiendom i Oslo og Bergen av Couchaux 2008). Ellers er det også foretatt analyser på eiendom som aktivaklasse og bruken av *yield*.³⁰ Jeg er ikke kjent med norske analyser av andre verdsettelsesmetoder enn de diskutert i denne oppgaven. Her vil jeg oppfordre til ytterligere forskning på metodenes robusthet, spesielt i urolige tider, og på alternative metoder for verdsettelse.

Søket i internasjonal litteratur viser et langt større omfang av studier hva gjelder verddivurderingsmetodikk. Her diskuteres flere, og tidvis langt mer komplekse, fremgangsmåter enn de fire metodene presenter i denne oppgaven. Viser her til Seldin et al. (2011) som analyserer inntoget av nye verdsettelsesmodeller, og hvordan disse er anvendelige for eiendomsmarkedet. Det hadde vært interessant å teste anvendeligheten av mer komplekse metoder i det norske markedet. Assimakopoulos et al. (2003) gir en generell innføring i ulike verdsettelsesmetoder for eiendom, herunder regresjonsmodeller og avanserte metoder, som for eksempel Artificial Neural Networks (ANNs) og Spatial Analysis Methods. Ingen av følgende metoder ble nevnt i under intervjuene.

Enhver empirisk undersøkelse har sine begrensninger. Jacobsen (2005) viser til tre overordnede kvalitetsvurderinger i etterkant av en undersøkelse: *Intern gyldighet, overførbarhet og pålitelighet*.

Intern gyldighet beskriver hvorvidt analysen har gitt svar på det opprinnelige forskningsspørsmålet. Nærliggende spørsmål er hvorvidt man har stilt de *riktige* spørsmålene under intervjuet, hvorvidt disse er oppfattet riktig av informanten og videre om informantens svar er oppfattet riktig av intervjuer. Dataens gyldighet avhenger også av utvalgte informanter, dette kommer jeg tilbake til. Med hensyn til en nokså bred problemstilling, mener jeg intervjuguiden var tilfredsstillende dekkende for formålet. Utfordringen var kanskje heller at den kunne bli litt for omfattende, spesielt i intervjuene med de eksterne og livselskapene, hvor teorigrunlaget var særskilt aktuelt. Utfordringen ved dybdeintervju er nettopp den massive informasjonsutvekslingen, og med 10 intervju med varighet mellom 1 og 1,5 time er dette mye å prosessere for én person. I etterkant av intervjuene ble svarene derfor

³⁰ Viser til Mora (2010) som analyserer avkastningen på norske eiendomsinstrumenter, og Selmer (2010) som analyserer aktørenes oppfattelse av *yield*.

sendt til informanten for gjennomgang og godkjenning. Dette forsikret meg om at eventuelle misforståelser ble korrigert og uklarheter ble utdypet. Her vil jeg også presisere at læringskurven underveis i intervjuprosessen kan ha skapt en viss skjevhet i utbyttet fra det første til det siste intervjuet.

I analysen og drøftelsen har jeg forsøkt å trekke slutninger på sammenhenger mellom teori, praksis og de strukturelle omgivelsene i det norske eiendommarkedet. Her stiller jeg meg ydmyk til de konklusjonene jeg har fattet. Validering av funne kan, i følge Jacobsen (2005), gjøres ved enten å diskutere dem med informantene, eller sammenligne funn med tidligere forskning og empiri. Jeg har gjort det siste, og konkluderer med at funnene er i henhold til tidligere undersøkelser diskutert i del 1. Eksisterende litteratur på området er som sagt omfattende, og kun brøkdeler er dekket her. Jeg anser likevel teorigrunnlaget som et pålitelig og relevant utgangspunkt for analysen i del 2, og spesielt med hensikt om å beskrive norsk praksis.

Overførbarhet (ekstern gyldighet) beskriver hvorvidt funnene kan overføres til andre områder, det vil si generaliseres. Målet med dybdeintervju er ikke først og fremst generalisering til en større populasjon, men heller mot et teoretisk grunnlag. Med andre ord er målet i større grad å forstå generelle fenomener (Jacobsen 2005). Valget av informanter påvirker som sagt også gyldigheten av undersøkelsen. Utvalget preges trolig av en viss skjevhet, ved at få mindre aktører er representert. Dessuten er utvalget veldig variert med hensyn til strategisk posisjon. Undersøkelsen kunne oppnådd sterkere ekstern gyldighet ved intervju av et større antall aktører. Dette ville i så fall kreve flere ressurser, enten i form av flere intervjuere, eller mer tid. Ulike intervjuere kan være en feilkilde i seg selv, da dette åpner for flere presumptive holdinger og forutsetninger avhengig av bakgrunn og egenskaper ved intervjuerne.

Påliteligheten til undersøkelsen avhenger av hvorvidt forskningsopplegget i seg selv har ført til resultatene. Her er det risiko for at utformingen av intervjuguiden har vært for veiledende, og spesielt da informantene fikk mulighet til å kommentere den skriftlig i etterkant. Det kan også være måten spørsmål ble stilt på, eller den generelle konteksten. Alle intervju ble gjennomført på informantenes egne kontorer. Fraværet av båndopptaker kan ha skapt en mer avslappet kontekst, men kan også ha ledet til tap av viktig informasjon. Det er fordeler og ulemper ved ethvert forskningsdesign, og ingen undersøkelse vil kunne gi en perfekt beskrivelse av virkeligheten (Jacobsen 2005).

REFERANSER

- Aartun, J. S. F. (2012). *Fra børs til eiendom*. Dagens Næringsliv 2. april.
- Adams T. A., Booth, M. P., & MacGregor, D. B. (1999). *Property Investment Appraisal*. British Actuarial Journal. Vol. 5 Nr. 5. 955-982.
- Assimakopoulos, V., French, N., Hatzichristos, T., & Pagourtzi, E. (2003). *Real estate appraisal: a review of valuation methods*. Journal of Property Investment & Finance. Vol. 21 Nr. 4. 383-401.
- Beisland, L.A. & Knivsflå, K.H. (2011). *Have IFRS Changed How Investors Respond to Earnings and Book Values?* Working Paper. Tilgjengelig på: www.SSRN.com
- Bratt, E. A. (2011). *Eldre lokaler vil tape kampen*. Kapital. Nr.18.
- Brown, R. G., & Matysiak, G. (2000). *Sticky Valuations, Aggregation Effects and Property indices*. Journal of Real Estate Finance and Economics. Vol. 20. Nr. 1. 49-66.
- Bryman, A., Bell, E. (2007). *Business Research Methods*. New York: Oxford University Press
- CBRE Oslo Property Market Review (H2/2011) Tilgjengelig på: www.cbre.no
- Clayton, J., Geltner, D. M., & Hamilton, W. S. (2001). *Smoothing in Commercial Property Valuations: Evidence from Individual Appraisals*. Real Estate Economics. Vol. 29 Nr. 3. 337-360.
- Couchaux, Nicolas. 2008. *An Econometric Analysis of the Real Estate Market in Oslo and Bergen*. Masterutredning i International Business ved Norges Handelshøyskole. (NHH).
- Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R. & Kinserdal, A. m.fl. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen Akademiske.
- Damodaran, A. (2002): *Investment valuation – Tools and techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Diaz, J. III & Wolverton, M.L. (1996). *A longitudinal examination of the appraisal smoothing*

hypothesis Proceedings of the Cutting Edge Property Research Conference. Bristol.
(referert i Diaz og Hansz 1997)

Diaz, J. III og Hansz, J. A. (1997). *How valuers use the value opinions of others*. Journal of Property Valuation & Investment. Vol. 15 Nr. 3. 256-260. MCB University Press.

EVS (2009). *European Valuation Standards Sixth Edition*. The European Group of Valuers' Associations.

Finanstilsynet (2010). *Verdivurdering av investeringseiendom*. Offentlig rapport -
Finanstilsynets observasjoner og vurderinger. Tilgjengelig på: www.finanstilsynet.no

Flåøyen, L. (2007). *Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom*. Praktisk økonomi og Finans. Nr. 4. 29-38.

French, N. (1996). *Investment Valuation – Developments from the Mallinson Report*. Journal of Property Valuation and Investment. Vol. 14 Nr. 5 48-58. MCB University Press.

Gundersen, N. A. (2009). *Verdsettelse av næringseiendom*. Praktisk Økonomi og Finans. Vol. 25 Nr.2 13-21. Universitetsforlaget.

Gjerde, Ø., Knivsflå, K. H., & Sættem, F. (2008). *The Value-Relevance of Adopting IFRS: Evidence from 145 NGAAP Restatements Norges Handelshøyskole (NHH)*. Tilgjengelig på: www.SSRN.com

Gjesdal, F. (2012). *Valg av verdsettelsesmodell*. MAGMA ECONA Tidsskrift for økonomi og ledelse. Nr. 2. 22-23.

Hamilton, T. (2011). *Real estate market dynamics during capital market imbalances*. Journal of Property Investment and Finance. Vol. 29 Nr. 4/5 359-371.

Hiller, N, Iversen, G. T., Jordal, T. Y., Semmen, K. (2007) *Ånglar, finns dom?* Praktisk Økonomi og Finans Nr. 4.

Hoesli, M. & Lizieri, C. (2007) *Real estate in the investment portfolio. A report prepared for the Investment Strategy Council of the Royal Ministry of Finance*. Tilgjengelig på: www.regjeringen.no

Hordijk, A., Nelisse, P., & Koerhuis-Gritter, L. (2011). *European Valuation Practices: how to*

- compare valuations across borders? Initial findings.* Journal of Property Investment and Finance. Vol, 29 Nr. 4/5 575-581.
- Hungria-Garcia, R., Lind, H. & Karlsson, B. (2004). *Property yields as tools for valuation and analysis.* Report Nr. 52 Stockholm: Real Estate Academy at the Division of Building and Real Estate Economics.
- IASB (2009): *IAS 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement.* London: International Accounting Standards Board.
- IVSC Technical Information Paper 1:2011 (TIP 1 2011). *The Discounted Cash Flow (DCF) Method – Real Property and Business Valuation.*
- IVSC Technical Information Paper 2:2011 (TIP2 2011). *Depreciated Replacement Cost.*
- IVS 6th Edition (2003). International Valuation Standards Guidance Note No. 9. *Discounted Cash Flow Analysis for Market and Non-Market Based Valuations.* 321-330.
- IVSC (2011). *International Valuation Standards Framework (IVS Framework).*
- IPD Index Guide (2011). Tilgjengelig på: www.ipd.com
- IPD Global Annual Index (2011). Tilgjengelig på: www.ipd.com
- IPD Norway Annual Index (2011). Tilgjengelig på: www.ipd.com
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser.* 2.utg. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Kampli, Morten (2004) *Eiendom og porteføljestyring.* Praktisk Økonomi og Finans Nr. 3.
- Kindleberger, P. C., & Aliber, Z. R. (2005). *Manias, Panics and Crashes A history of Financial Crises.* New Jersey: John Wiley & Sons.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessles, D. McKinsey and Company. (2010). *Valuation – Measuring and managing the value of companies.* New Jersey: John Wiley & Sons
- Kumar, R. (2005). *Research Methodology.* London: Sage Publications.
- Kverneland, G. Å. A., Heggelund, R. H. (2010) *Et kritisk blikk på fair value.* Masterutredning i Økonomisk styring ved Norges Handelshøyskole (NHH).

- Kvifte S., og Johnsen, A. (2008) *Konseptuelle rammeverk for regnskap*. Oslo: Den norske Revisorforening.
- Mallinson, M. (1994). *The Mallinson Report*. London: RICS Business Services Ltd.
- Mallinson, M. (1997). *The Calculation of Worth*. London: RICS Business Services Ltd.
- Mora, C. L. (2010). *Eiendom som aktivaklasse, et norsk perspektiv*. Masterutredning ved Universitetet i Agder (UiA).
- Møller, B. (2012) *Verdivurdering av fast eiendom*. MAGMA ECONA Tidsskrift for økonomi og ledelse. Nr. 2. 24-33. Tilgjengelig på: www.magma.no
- Nellessen, T., Zuelch, H. (2011). *The reliability of investment property fair values under IFRS*. Journal of Property Investment and Finance. Vol. 29 Nr. 1. 59-73. Emerald Group Publishing Limited.
- Nordlund, B. (2010). *Need for disclosure regarding property valuations in financial reports according to IFRS*. Journal of Property Investment and Finance. Vol. 28 Nr. 5. 333 – 353.
- Official Journal of the European Union. *Directive 2009/138/EC of the European parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of insurance and reinsurance (Solvency II)*. Strasbourg 25. November 2009. Tilgjengelig på: <http://eurlex.europa.eu>
- Ravfem, J. (2012). *Verdifall i vente?* NEnyheter.no 3. februar 2012
- Saltnes, D. J. (2010). *Finanstilsynet ser på livselskapene*. NEnyheter.no 30. november 2010
Tilgjengelig på: <http://ne.no/35128>
- Seldin, M., Worzala, E., & Wyman, D. (2011). *A new paradigm for real estate valuation?* Journal of Property Investment & Finance. Vol. 29 Nr. 4/5. 341-358.
- Selmer, F. (2010). *Yield En sammenfallende oppfattelse innen næringseiendom?*
Masterutredning ved Norges teknisk-naturvitenskaplig Universitet (NTNU). Fakultet for arkitekt og billedkunst.
- Thronsen, J. F., & Vatne, T. (2008). *Verdivurdering av eiendom sett med långivers perspektiv*. Praktisk økonomi og finans. Nr. 2.

Yin, R. K. (2009). Case Study Research; Design and Method (Vol. 5). London: Sage Publications.

www.energimerking.no

www.indutrifinans.no

www.norgesbank.no

www.oslobors.no

www.opak.no

www.ntf.no

www.Rics.org

www.reisus.org

www.ivsc.org

www.tegova.org

www.energimerking.no

www.ifrs.org

www.fasb.org

www.dnb.no

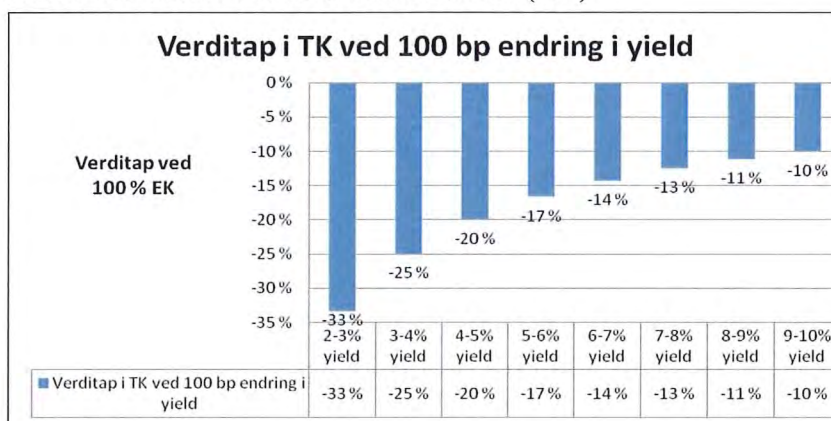
www.ssb.no

VEDLEGG 1: VERDISENSITIVITET I EN ENKEL YIELDBEREGNING

TABELL 1.1 VERDITAP I EGENKAPITAL OG TOTALKAPITAL VED ULIKE GJELDSGRADER

Egenkapitalsensitivitet ved gearing						
Verditap i TK ved 100 bp endring i yield	Verditap i EK ved 90% gjeld	Verditap i EK ved 80% gjeld	Verditap i EK ved 70% gjeld	Verditap i EK ved 60% gjeld	Verditap i EK ved 50% gjeld	yield-endring (Fra x til y%)
Verditap i EK ved 100 bp yield-endring						
-33 %	-333 %	-167 %	-111 %	-83 %	-67 %	2-3% yield
-25 %	-250 %	-125 %	-83 %	-63 %	-50 %	3-4% yield
-20 %	-200 %	-100 %	-67 %	-50 %	-40 %	4-5% yield
-17 %	-167 %	-83 %	-56 %	-42 %	-33 %	5-6% yield
-14 %	-143 %	-71 %	-48 %	-36 %	-29 %	6-7% yield
-13 %	-125 %	-63 %	-42 %	-31 %	-25 %	7-8% yield
-11 %	-111 %	-56 %	-37 %	-28 %	-22 %	8-9% yield
-10 %	-100 %	-50 %	-33 %	-25 %	-20 %	9-10% yield

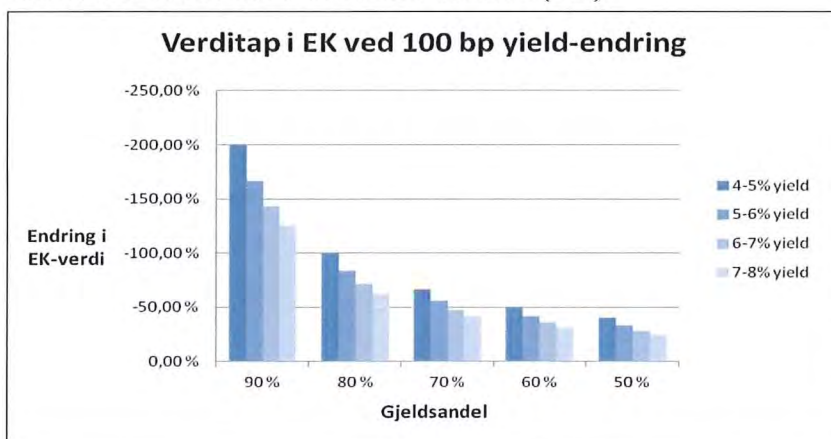
FIGUR 1.1 VERDITAP I EGENKAPITALEN (EK)



Figur 1.1.

Ved en økning i yield fra 7 % til 8 %, vil verdien av eiendommen reduseres med hele 13 %.

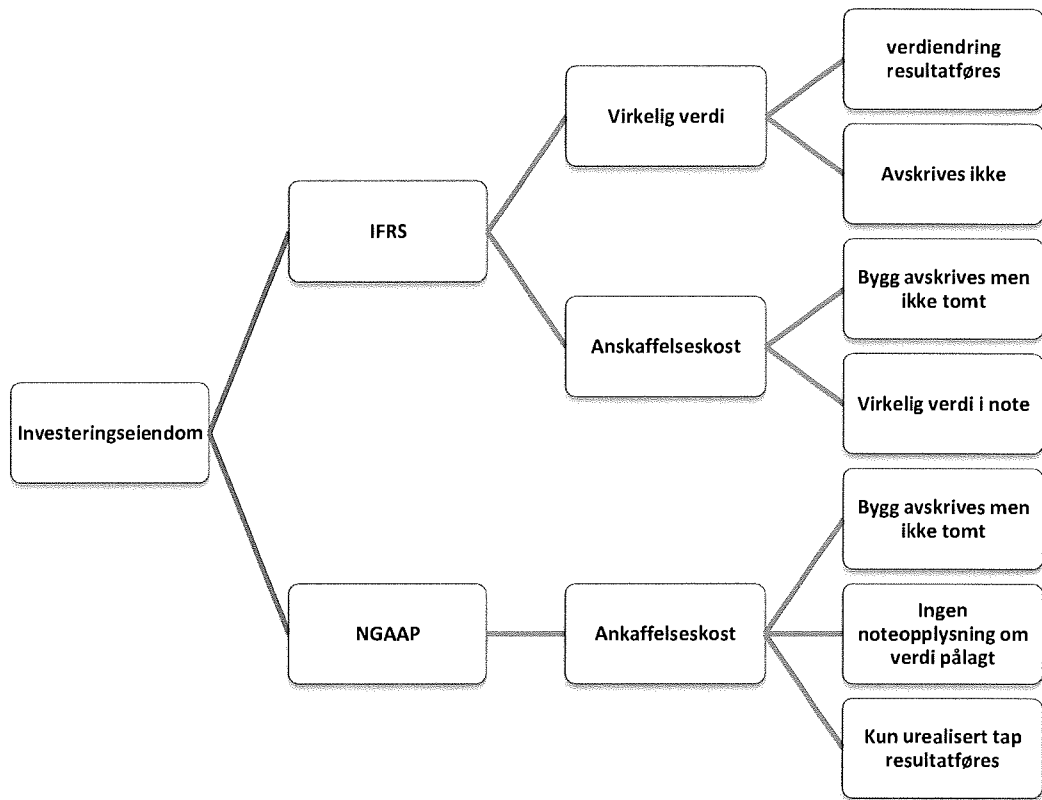
FIGUR 1.2 VERDITAP I TOTALKAPITALEN (TK)



Figur 1.2.

Ved en økning i yield fra 7 % til 8 %, og 80 % gjeldsfinansiering, vil verdien til egenkapitalen halveres.

VEDLEGG 2: VERDIRAPPORTERING IFRS VERSUS NGAAP



VEDLEGG 3: SCENARIO 1 KONSTANT KONTANTSTRØM

Eksempelet viser at verdien fra en DCF-analyse (uansett kalkyleperiode) gir samme verdi som en enkel yieldberegning hvis, og kun hvis, man forutsetter en konstant reell kontantstrøm (KS) i evig tid. TV betegner her terminalverdi og er beregnet med Gordons vekstformel (jf. kapittel 3). Vekst tilsvarer inflasjonsmålet på 2,5%.

Scenario 1: Konstant kontantstrøm											
Diskonteringsrenten											
Inflasjonsmål	2,50 %										
10 år stat	3,14 %										
Risikopremie	2,50 %										
Reelt avkastningskrav	5,64 %										
Nominell diskonteringsrente	8,28 %										
<i>Ingen oppgraderinger, hele kontantstrømmen er kontraktfestet, ingen ledighet.</i>											
ÅR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<i>10 års kontrakt - 100% utleiegrad</i>											
Nominell KS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter løpende leiekontrakter	2 000 000	2 050 000	2 101 250	2 153 781	2 207 626	2 262 816	2 319 387	2 377 372	2 436 806	2 497 726	2 560 169
Leieinntekter nytteleie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brutto leie	2 000 000	2 050 000	2 101 250	2 153 781	2 207 626	2 262 816	2 319 387	2 377 372	2 436 806	2 497 726	2 560 169
Ledighet	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brutto inntekter utleide arealer	2 000 000	2 050 000	2 101 250	2 153 781	2 207 626	2 262 816	2 319 387	2 377 372	2 436 806	2 497 726	2 560 169
Driftskostnader (inkl forsikring)	200 000	205 000	210 125	215 378	220 763	226 282	231 939	237 737	243 681	249 773	256 017
Eierkostnader ledige arealer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Oppgraderingskostnader	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administrasjonskostnader 3 %	60 000	61 500	63 038	64 613	66 229	67 884	69 582	71 321	73 104	74 932	76 805
Netto leie	1 740 000	1 783 500	1 828 088	1 873 790	1 920 634	1 968 650	2 017 867	2 068 313	2 120 021	2 173 022	2 227 347
Neddiskontert KS	1 606 930	1 521 138	1 439 926	1 363 050	1 290 278	1 221 392	1 156 183	1 094 456	1 036 024	980 712	928 353
Nåverdi 10 år KS	kr 12 710 089										
Nåverdi 20 år KS	kr 20 052 940										
TV år 10	kr 38 528 751										
TV år 20	kr 49 320 059										
TV år 10 neddisk	kr 17 388 509										
TV år 20 neddisk	kr 10 045 659										
Verdi 10 år KS	kr 30 098 599										
Verdi 20 år KS	kr 30 098 599										
Yield metoden: Netto leie år 1/(nominelt avkastningkrav-inflasjon)											
kr 30 098 599											
Netto leie	1 740 000	1 783 500	1 828 088	1 873 790	1 920 634	1 968 650	2 017 867	2 068 313	2 120 021	2 173 022	2 227 347
Salgsverdi inflasjonsjustert (10 år KS)	30 098 599	30 851 064	31 622 340	32 412 899	33 223 221	34 053 802	34 905 147	35 777 776	36 672 220	37 589 026	38 528 751
Yield på nominell salgsverdi (10 år)	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %
Yield på reell salgsverdi (10 år)	5,78 %	5,93 %	6,07 %	6,23 %	6,38 %	6,54 %	6,70 %	6,87 %	7,04 %	7,22 %	7,40 %
Salgsverdi inflasjonsjustert (20 år KS)	30 098 599	30 851 064	31 622 340	32 412 899	33 223 221	34 053 802	34 905 147	35 777 776	36 672 220	37 589 026	38 528 751
Yield på nominell salgsverdi (20 år KS)	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %
Yield på reell salgsverdi (20 år)	5,78 %	5,93 %	6,07 %	6,23 %	6,38 %	6,54 %	6,70 %	6,87 %	7,04 %	7,22 %	7,40 %
Kontroll	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Konklusjon: Gitt konstant kontantstrøm vil <u>lengden på kalkyleperioden ha ingen påvirkning på verdi og yield-metoden gir samme verdi som DCF</u>											

VEDLEGG 4: SCENARIO 2 OPPGRADERING, MARKEDSLEIE, LEDIGHET

Scenario 2: Gjenværende kontraktstid er 6 år (m. 10% overleie ift marked), oppgradering i år 6 og år 16 (10% av yieldberegnet-verdi i år 1), markedsleie løper fom. år 7. Ledighet er 8 mnd i påvente av ny leietager. Permanent ledighet er 3 % av brutto leie, kostnader som må dekkes av eier ved ledighet er 10% av tapt inntekt. Administrasjonskostnader er 3%. 100% indeksregulering. Analysen tar ikke hensyn til markedføringskostnader eller meglerhonorar. Det er ingen eiendomsskatt og beregningen er før kapitalskatt. Risikopåslag over *prime yield* er 100 basispunkter.

Diskonteringsrenten

(Samme som scenario 1 men med stegvis oppbygging)

SSB - Effektiv rente på 10 år statsobligasjon 2011

<http://www.ssb.no>

Kreditrisiko - lang lånerente	4,00 %
Primeyield (nominell)	7,14 %
Primeyield risikopåslag	1,50 %
Segment risiko	0,00 %
Beliggenhet	0,50 %
Teknisk standard	0,50 %
Kontraktens gjenværende løpetid	-0,25 %
Type leietager	0,25 %
Risikopremie over prime	1,00 %

Inflasjonsmål	2,50 %
10 år stat	3,14 %
Risikopremie	2,50 %
Reelt avk.krav	5,64 %
Reell primeyield	4,53 %
Risikopåslag exityield	0,50 %
Reell exityield	6,14 %
Nominell disk.rente	8,28 %

% av brutto leieinntekt

Permanent ledighet	3 %
Ledighet i påvente av ny leietager	67 % <i>Beregnet som tap på markedsleie</i>
Eierkostnad. ved ledighet	10 %
Administrasjonskostnader	3 %
Oppgradering % av Verdi år 1	10 % <i>2 oppgraderinger over 20 år</i>
Overleie	10 %
Regulering	100 %

Gjenværende løpetid kontrakt (år)	6
Nominell markedsyield exitår	7,14 %

ÅR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<i>10 års kontrakt - 100% utleiegrad</i>											
Nominell KS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Leieinntekter kontrakter/ markedsleie	2 000 000	2 050 000	2 101 250	2 153 781	2 207 626	2 262 816	2 087 448	2 139 634	2 193 125	2 247 953	2 304 150
Leieinntekter nytuleie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brutto leie	2 000 000	2 050 000	2 101 250	2 153 781	2 207 626	2 262 816	2 087 448	2 139 634	2 193 125	2 247 953	2 304 150
Generell ledighet (3%)	60 000	61 500	63 038	64 613	66 229	67 884	62 623	64 189	65 794	67 439	69 125
Ledighet i påvente av ny leietager							1 391 632				
Brutto inntekter utleide arealer	1 940 000	1 988 500	2 038 213	2 089 168	2 141 397	2 194 932	633 193	2 075 445	2 127 331	2 180 515	2 235 020
Driftskostnader (inkl forsikring) 10%	200 000	205 000	210 125	215 378	220 763	226 282	208 745	213 963	219 313	224 795	230 412
Eierkostnader ledige arealer	6 000	6 150	6 304	6 461	6 623	6 788	145 426	6 419	6 579	6 744	6 910
Oppgraderingskostnader	-	-	-	-	-	2 895 693	-	-	-	-	-
Administrasjonskostnader	60 000	61 500	63 038	64 613	66 229	67 884	62 623	64 189	65 794	67 439	69 125
Netto leie	1 674 000	1 715 850	1 758 746	1 802 715	1 847 783	-1 001 715	216 399	1 790 874	1 835 646	1 881 537	1 928 579
Neddiskontert KS	1 545 978	1 463 440	1 385 308	1 311 348	1 241 337	-621 485	123 991	947 648	897 054	849 161	803 825
Nåverdi 10 år KS	kr 9 143 779										
Nåverdi 20 år KS	kr 13 590 082										
TV år 10	kr 30 643 924										
TV år 20	kr 39 226 814										
TV år 10 neddisk	kr 12 772 313										
TV år 20 neddisk	kr 7 378 798										
Verdi 10 år KS	kr 21 916 092	kr 30 098 599	-8 182 507	-27 %							
Verdi 20 år KS (inkl. 2 oppgrad.)	kr 20 968 880	kr 30 098 599	-9 129 719	-30 %							

Yieldberegning

	Scenario 2	Scenario 1	Avvik yield	Avvik %
Verdi=Nettoleie år 1/(nom avk.-infl.)	kr 28 956 928	kr 30 098 599	kr 1 141 671	3,79 %
Avvik mot DCF-verdi 10 år	kr 7 040 836	kr 0	kr 7 040 836	24,3 %
Avvik %	24,3 %	0,0 %		
Avvik mot DCF-verdi 20 år	kr 7 988 048	kr 0	kr 7 988 048	27,6 %
Avvik %	27,6 %	0,0 %		

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Netto leie	1 674 000	1 715 850	1 758 746	1 802 715	1 847 783	-1 001 715	216 399	1 790 874	1 835 646	1 881 537	1 928 579
Salgsverdi inflasjonsjustert (10 år KS)	21 916 092	22 463 994	23 025 594	23 601 234	24 191 264	24 796 046	25 415 947	26 051 346	26 702 629	27 370 195	28 054 450
Yield på nominell salgsverdi (10 år)	7,64 %	7,64 %	7,64 %	7,64 %	7,64 %	-4,04 %	0,85 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %
Yield på reell salgsverdi (10 år)	7,64 %	7,83 %	8,02 %	8,23 %	8,43 %	-4,57 %	0,99 %	8,17 %	8,38 %	8,59 %	8,80 %
Salgsverdi inflasjonsjustert (20 år KS)	20 968 880	21 493 102	22 030 430	22 581 191	23 145 720	23 724 363	24 317 473	24 925 409	25 548 545	26 187 258	26 841 940
Yield på nominell salgsverdi (20 år)	7,98 %	7,98 %	7,98 %	7,98 %	7,98 %	-4,22 %	0,89 %	7,18 %	7,18 %	7,18 %	7,18 %
Yield på reell salgsverdi (20 år)	7,98 %	8,18 %	8,39 %	8,60 %	8,81 %	-4,78 %	1,03 %	8,54 %	8,75 %	8,97 %	9,20 %
Kontroll	-0,35 %	-0,35 %	-0,35 %	-0,35 %	-0,35 %	0,18 %	-0,04 %	-0,31 %	-0,31 %	-0,31 %	-0,31 %

Konklusjon: Yieldmetoden gir en verdi i år 1 på 29 MNOK, DCF med kalkyleperiode på 10 år gir en verdi på 22 MNOK, og med kalkyleperiode 20 år gir dette verdi 21 MNOK. Sistnevnte inneholder en ekstra oppgradering i år 16. TV vektes også mindre i denne beregningen. Sammenlignet med Scenario 1 er avvik i verdi gitt av yieldberegningene i overkant av 1 MNOK (3,79%). I år 1 er det kun permanent ledighet på 3 % og (eierkostnader på 10 % av dette) som utgjør forskjellen mellom scenario 1 og 2. Mao. vil (ved bruk av yieldmetoden) denne indirekte kostnaden på 3% alene gi et utslag på verdi på omtrent 4%. Kontantstrømmen i scenario 2 er ment å gi et mer realistisk bilde av driften. Avvik mellom de to scenarionene er, på en 10 års kontantstrøm, hele 8 MNOK (27%) og 9 MNOK (20%) på en 20 års kontantstrøm. Valget mellom 10 år og 20 år kontantstrøm utgjør her 1 MNOK (4,5%) i verdiforskjell.

VEDLEGG 5: OPPSUMMERINGSMODELL VERDSETTELSESTEORI (KAP. 2-4)

Oppsummering verdsettelsesteori (kap. 2-4)		
Finansteori (Kap. 3)	Internasjonale standarder - IVS og EVS (Kap. 4)	IFRS (Kap. 2)
Verdigrunnlag <i>Ikke spesifisert</i>	Verdigrunnlag <i>Avhenger av formål</i>	Verdigrunnlag <i>Markedsverdi</i>
Metode Kontantstrømmetoden (DCF)		Metode Kontantstrømmetoden (DCF)
Kontantstrøm <i>Netto leieinntekter før/ etter skatt</i>	Kontantstrøm <i>Netto leieinntekter før/ etter skatt</i>	Kontantstrøm <i>Netto leieinntekter før skatt basert på prognoser om fremtidige leieinntekter og eierkostnader.</i>
Fordel/ ulempe modell		
<i>Fordel: Fremhever eksplisitt forutsetningene vedrørende verdidrivere og risiko knyttet til eiendommen. Ulempe: Mer detaljert og tidkrevende og garanterer ikke noe mer nøyaktiv estimat</i>		
Diskonteringsrenten alt. 1 <i>WACC og CAPM - etter skatt</i>	Diskonteringsrenten alt. 2 <i>Oppbygging av avkastningskrav - før eller etter skatt</i>	Diskonteringsrenten <i>Totalkapitalkrav før skatt som gjenspeiler gjeldende markedsvurderinger helst støttet av dokumentert markedsdata.</i>
Fordel/ ulempe metode <i>Fordel: Objektiv, samt proaktiv ved å fange opp sykliske karakteristika. Ulempe: Baseres på en rekke forutsetninger tilknyttet kravet om et effektivt marked</i>	Fordel/ ulempe metode <i>Fordel: Krever analyse og innsikt i underliggende markedsdrivere. Ulempe: Vanskelig å kvantifisere og separere risikoelementene</i>	
Diskonteringsrenten alt. 3 <i>Spørreundersøkelser</i>	Diskonteringsrenten alt. 4 <i>Benchmarkyield</i>	
Fordel/ ulempe metode <i>Fordel: Kan gi innsikt i faktiske risikoholdninger i bransjen. Ulempe: Kan være svært varierende og vanskelig å sammenligne grunnet ulike typer investorer</i>	Fordel/ ulempe metode <i>Fordel: Effektivt og enkel hvis nylig og sammenlignbar transaksjon. Ulempe: Krever god innsikt i transaksjonsgrunnlaget (eiendommens kontantstrøm) og premisene ved transaksjonen</i>	<i>Henvises til IVS</i>
Metode Yieldmetoden		Metode Yieldmetoden
<i>Netto leieinntekter kapitalisert med konstant uendelig vekst</i>		
Fordel/ ulempe metode <i>Fordel: Enkel og effektiv forutsatt stabil fremtidig kontantstrøm. Ulempe: Mindre adekvat hvis risiko for variasjoner i kontantstrøm fra år til år</i>		<i>Henvises til IVS</i>
Metode Relativ verddivurdering		Metode Relativ verddivurdering
<i>Pris per kvadratmeter eller pris/ omsetning ved nylig sammenlignbar transaksjon</i>		
Fordel/ ulempe modell <i>Fordel: Enkel og gir beste estimat hvis nylig transaksjon på sammenlignbar eiendom. Kan fange opp trender som enda ikke er fanget opp i kontantstrømmen. Ulempe: Sjeldent tilfellet, må justere for makro, mikro og objekt forhold¹</i>		<i>Henvises til IVS</i>
Metode Kostnadsmodellen (DRC)		Metode Kostnadsmodellen (DRC)
<i>Dagens kostnad for bygg med tilsvarende nytte justert for slitasje og fysisk, funksjonell og økonomisk elde</i>		
Fordel/ ulempe modell <i>Fordel: Konstaterer teknisk verdi og er således en slags realvurdering av eiendommen (substansverdi). Ulempe: Fanger ikke nødvendigvis utenforliggende markedskrefter som påvirker markedspris.</i>		<i>Henvises til IVS</i>

¹ Endringer i markedsforhold siden transaksjonen, lokale forhold (beliggenhet, ledighet) og eiensomsspesifikke forhold (teknisk stand, leietagers soliditet).

VEDLEGG 6: PROSJEKTBEKRIVELSE

Hei

Jeg er student ved Norges Handelshøyskole og er i gang med min masteroppgave i finans. Som tema har jeg valgt å skrive om *verdivurdering av eiendom*. Dette er et tema som har vekket mye oppmerksomhet i mediene de siste to årene, men forblir et område med mindre forskning og lite data. Finanstilsynet har ved flere anledninger ytret ønske om et mer åpent og gjennomsiktig eiendomsmarked hvor verdsettelsesmetoder og forutsetninger kan dokumenteres og etterprøves. Jeg ønsker derfor, med eventuell hjelp av deres bedrift og andre aktører i bransjen å kartlegge anvendt verdsettelsesmetodikk. Målet er å få en bedre forståelse av dagens praksis og en eventuell "best practice".

- Relevante spørsmål i denne analysen er
- Verdsettelsesmetode
- Eiendomsrisiko
- Styrker/ svakheter ved yield
- Verdivurderingens skjønn
- Verdivurdererens / takstmannens uavhengighet

Resultatet av et slikt prosjekt vil naturligvis i stor grad avhenge av tilgang på data. Deres deltakelse vil derfor være avgjørende og svært høyt verdsatt av undertegnede og andre som måtte ha interesse av resultatet. Deres bidrag vil være i form av deltagelse på et intervju med mulighet for et oppfølgingsintervju.

Håper med dette dere finner prosjektet interessant og har anledning til å bidra. Intervjuene vil finne sted i Oslo mellom 26. september og 31. oktober på et tidspunkt som passer dere. Prosjektet avsluttes i desember 2011.

Vennligst send en mail til xxxxxxx@gmail.com eller ring meg på xxx.xxx.xx Takk for deres oppmerksomhet og ha en fortsatt fin dag.

Med vennlig hilsen

Silje Bjørklund

VEDLEGG 7: UTSENDT INTERVJUGUIDE

Estimert tidsforbruk: 1.5 time

Introduksjonsspørsmål

- Fordeler/ ulemper ved bruk av "virkelig verdi" i regnskapet
- Makrodrivere i eiendomsbransjen
- Eventuelle endringer/ tilpasninger i praksis etter finanskrisen
- Hvorvidt benyttes internasjonale standarder/ guidelines for definisjoner og metodebruk (eksempelvis IVS, RICS Red Book, TEGoVA and EVS, IPEV osv.)
- Bruk av eksterne verdivurderinger

Interne verdivurderingsmodeller

Valg av verdsettelsesmetode med *finansiell rapportering* som formål:

- Begrunnelse for valg av metode

Valg av verdsettelsesmetode med *andre formål* (investeringsverdi):

- Begrunnelse for valg av metode

Ved bruk av neddiskonterte kontantstrømmer (DCF)

- Beregning av- og risikohensyn i **kontantstrømmen** (leieinntekter, drifts- og vedlikeholdskostnader, ledighet, leiekontrakter, kalkyleperiode, inflasjon osv)
- Beregning av- og risikohensyn i **diskonteringsrenten**
- Beregning av- og risikohensyn i **terminalverdien** (vekstrate, konstant velst modell, diskonteringsrenten)

Ved bruk av Inntektskapitalisering (Yield)

- Formål med metoden (benchmarking eller intern verdivurdering)
- Valg av type yield

Eventuelt andre metoder - Relativ verdivurdering (komparative transaksjoner)

- Hvordan foreta verdjusteringer mht. egenskaper ved den enkelte eiendom og leietagere

Den løpende verdivurderingen og metodenes treffsikkerhet

- Hyppighet av verdirevaluering
- Grad av- og årsaker til opp- og nedjusteringer
- Tilgang til markedsdata, analyse og dokumentasjon
- Eventuell bruk av sensitivitetsanalyser
- Egenvurdering av dagens praksis

VEDLEGG 8: FULLSTENDIG INTERVJUGUIDE

Dato og sted:

Estimert tidsbruk: 1,5 time

Faktisk tidsbruk:

Aktør, navn og stilling:

Introduksjonsspørsmål:

A: Føres eiendommene til historisk kost eller markedsverdi i **regnskapet**? Fordeler/ ulemper?

B: Hvilke **makroøkonomiske drivere** anses som viktigst i eiendomsmarkedet i dag og hvorfor?

C: Har det vært en endring i deres **praksis som følge av finanskrisen**?

D: Hvorvidt benyttes internasjonale standarder/ guidelines for definisjoner og metodebruk (eksempelvis IVS, RICS Red Book, TEGoVA and EVS, IPEV osv.)

E: Bruk av **eksterne verdivurdere**

I hvilke situasjoner benyttes eksterne verdivurderere? Hvor mange eksterne benyttes? Hva vektlegges i valg av ekstern verdivurderer? Hvilken type ekstern aktør? (**takstmann, rådgiver, megler**) Hvordan vurderes rimeligheten av vurderingen? Er takst det beste estimatet på virkelig verdi på vurderingstidspunktet?

1. Interne verdivurderingsmodeller

1.1 Valg av verdsettelsesmetode med **finansiell rapportering** som formål

Begrunnelse for valg av metode:

1.2 Valg av verdsettelsesmetode med andre formål (**investeringsverdi**):

2. Ved bruk av neddiskonterte kontantstrømmer (DCF)

2.1 Kontantstrømmen

Beregning av- og risikohensyn i **kontantstrømmen** (før/ etter skatt, leieinntekter, drifts- og vedlikeholdskostnader, ledighet, leiekontrakter, **kalkyleperiode**, inflasjon, kvantifisering av risiko, datagrunnlag og dokumentasjon)

2.2 Beregning av- og risikohensyn i **diskonteringsrenten** (risikofri rente, oppbygging av risikopåslaget – realrente+ objektrisiko+ anvendelsesforhold+ beliggenhet= realavkastningskrav, konstant i perioden/ varierende, datagrunnlag og dokumentasjon)

2.3 Beregning av- og risikohensyn i **terminalverdien** (vekstrate, konstant vekstmodell, diskonteringsrenten, datagrunnlag og dokumentasjon)

2.4 **Andre risikomomenter** som ikke hensyntas i verdsettelsen?

3. Ved bruk av Inntektskapitalisering (Yield)

3.1 Benyttes yield? I så fall hvilken type og til hvilket formål (benchmarking eller intern verdsettelse)?

3.2 Hvordan beregnes den?

3.3 Gir den en tilfredsstillende vurdering av virkelig verdi?

3.4 Er aktøren av den oppfatning at betydningen av begrepet "yield" oppfattes unisont i markedet?

3.5 Hvilke faktorer baseres **skjønn** på?

4. Andre metoder

4.1 Relativ verddivurdering (komparative transaksjoner) eller andre metoder?

4.2 Hvordan foretas verdjusteringer mht. egenskaper ved den enkelte eiendom og leietagere?

5. Den løpende verdivurderingen og metodenes treffsikkerhet

5.1 Metode for revaluering?

5.2 Hyppighet av verdirevaluering evt. støttet av befaringer?

5.3 Grad av- og årsaker til opp- og nedjusteringer? Er det forskjeller på bolig og næringseiendom?

5.4 Tilgang til markedsdata, analyse og dokumentasjon

5.5 Eventuell bruk av sensitivitetsanalyser

5.6 Egenvurdering av dagens praksis (etterprøvnbarhet, treffsikkerhet, dokumentasjon)

6. Best Practice – krav/ forventninger

6.1 Hvor lang tid går med til hele verdivurderingsprosessen, fra datainnsamling til analyse og dokumentasjon?

6.2 Er metoden/ prosessen tilfredsstillende nøyaktig og tidseffektiv?

7. Andre avslutningsspørsmål

Er det andre momenter ved verdsettelse som blir belyst?

Ønske om anonymitet (ja/ nei)?

Mulighet for ettersending av prospekt med evt. tilhørende Excel-modell (ja/ nei)?

VEDLEGG 9: OPPSUMMERINGSMODELL FUNN

TABELL 9.1 AKTØRENE METODEVALG

Merk: Vurdering av detaljgrad i modell avhenger av i hvor stor grad jeg fikk innsyn i konkret modell eller prospekt.

Deltagere	IFRS/ NGAAP	Metode					Innsyn i prospekt	Detaljgrad modell	
		VV/ HK	DCF	Yield	Hybrid	Relativ			DRC
<i>Livselskap (forvalter og utvikler)</i>									
1	Anonym (A)	VV	H	TV	-	-	-	Ettersendt Excel-modell	Høy
2	Storebrand Eiendom	VV	H	TV	-	R	-	Excel-modell (kun under intervju)	Høy
<i>Eiendomsselskap (forvalter og utvikler)</i>									
3	Anonym (B)	HK (VEK)	-	H	-	-	-	Nei	Lav
4	O BOS Forretningsbygg	HK (VEK)	-	H	-	-	-	Modell med prospekt (papir)	Lav
<i>Rådgivning, megling og fondsforvaltning</i>									
5	Anonym (C)	-	H	TV/R	R	R	R	Nei	NA
6	FIRST Newsec	-	H	TV/R	-	R	R	Excel-modell (kun under intervju)	Middels
<i>Ekstern verdivurderer</i>									
7	Anonym (D)	-	H	TV/R	-	R	-	Tom Excel-modell	Høy
8	Newsec AS	-	H	TV	R	R	R	Modell på papir (kun under intervju)	Høy
9	BER	-	H	TV	-	-	H	Takst	Høy
<i>Offentlig eiendomsforvalter</i>									
10	Statsbygg	HK	-	H	-	-	Takst	Takst (BER)	IA ¹
<i>Forretningsbank</i>									
11	Nordea Næringseiendom	-	-	-	H	-	R	Formelbeskrivelse	Middels
		Virkelig verdi (VV)	Alle vurderinger er brutto for skatt og finansiering						¹ Kun rimelighetsvurdering av takst
		Historisk kost (HK)	H: Hovedmodell TV: Terminalverdi						
		Verdijustert EK (VEK)	R: Rimelighetsvurdering						

TABELL 9.2 LEIEINNTEKTER

Deltagere	Leieinntekter		
	Brutto leieinntekt (individuelt per kontrakt med mindre spesifisert)	Ledighet	Vekst inntekt/ kostn. (infl.mål = 2,5%)
Livselskap (forvalter og utvikler)			
1 Anonym (A)	Dagens leie indeksreg. til utløp deretter estimert markedsleie ^{1,3}	2-5 % årlig + 3-6 mnd ved utløp	Konstant lik infl.mål
2 Storebrand Eiendom	Dagens leie indeksreg. til utløp deretter estimert markedsleie ²	3 måneder ved utløp ⁴	Konstant lik infl.mål
Eiendomsselskap (forvalter og utvikler)			
3 Anonym (B)	Dagens leie indeksregulert ⁹	Dagens nivå	-
4 OBOS Forretningsbygg	Dagens leie indeksregulert ⁹	Dagens nivå	Konstant lik infl.mål
Rådgivning, megling og fondsforvaltning			
5 Anonym (C)	Dagens leie indeksreg. til utløp deretter estimert markedsleie ^{3,9}	NA	Konstant lik infl.mål
6 FIRST Newsec	Dagens leie indeksreg. til utløp deretter estimert markedsleie ^{3,9}	Forventet ved utløp ³	Konstant lik infl.mål
Ekstern verddivurderer			
7 Anonym (D)	Dagens leie indeksreg. til utløp deretter estimert markedsleie ^{3,5}	6-18 måneder ved utløp	Snitt prognose første år deretter infl.mål ⁸
8 Newsec AS	Dagens leie indeksreg. til utløp deretter estimert markedsleie ³	Forventet ved utløp ^{3,6}	Konstant lik infl.mål
9 BER	Dagens leie indeksreg. til utløp deretter estimert markedsleie ³	Forventet ved utløp ³	Konstant lik infl.mål
Offentlig eiendomsforvalter			
10 Statsbygg	Dagens leie indeksregulert, snitt per eiendom	NA	Konstant lik infl.mål
Forretningsbank			
11 Nordea Næringseiendom	Markedsleie justert for over/ underleie kontrakt ⁷	Normalisert ledighet (min. 5 % årlig)	Konstant lik infl.mål

¹ Ikke nødvendigvis 100 % indekregulering ved offentlig leietager
² Historisk tidsvektet snitt over 15 år, basert på eiendomssegment og intern klassifisering for teknisk tilstand
³ Estimert ut fra makro, mikro og objektforhold (basert på egen erfaring og tilgjengelig markedsdata)
⁴ 60 % sannsynlighet for reforhandling og 0 ledighet, resterende 40 % gir 225 dager ledighet
⁵ Justerer for kvartalsvise forskuddsinnbetalinger. Inntekter og kostnader neddiskonteres hver for seg
⁶ Muligens også 2-5 % permanent ledighet, men sjeldent inkludert
⁷ Markedsleie vurderes basert på tall fra Eiendomsverdi Næring
⁸ Snitt prognoser fra SSB, DNB og Norges Bank
⁹ Snitt per eiendom

TABELL 9.3 EIERKOSTNADER

Deltagere		Eierkostnader				
		Vedlikehold (V) og løpende drift (D)	Oppgradering	Adm. Kostn.	Megler og marketing	Eiendoms-skatt
Livelskap (forvalter og utvikler)						
1	Anonym (A)	Normalår og sammenlignes med sjablongsats ¹	Basert på forventet markedsleie ⁶	Legges til avkst.krav	Ja	Ja
2	Storebrand Eiendom	D:Historiske kostnader med grense 30 Kr/ kvm. V:Historisk snitt. ⁷	Basert på budsjett	3,5 % ²	Ja	Nei
Eiendomsselskap (forvalter og utvikler)						
3	Anonym (B)	Justerer eierkost m. forventet oppgrad. og tjenester som tilbys selv (vaktmester)		Ja (ukjent størrelse)	Nei	Nei
4	OBOS Forretningsbygg	Sjablongmessig etter segment (5 % kontor)	Legges evt. til diskonteringsrenten	4 % til avkst.krav	Nei	Nei
Rådgivning, meglings og fondsforvaltning						
5	Anonym (C)	Dagens kostnadsnivå frem til utløp deretter sjablongmessig	Sjablongmessig etter segment	NA	NA	NA
6	FIRST Newsec	Sjablongmessig etter segment (6-12 %)	Totale eierkost. 15-20% inkl oppgrad.	Nei	Ja	Ja
Ekstern verdivurderer						
7	Anonym (D)	Sjablongmessig etter segment (3-7 %) ³	Sjablongmessig 1000 Kr per kvm ⁴	Ja	Ja	Ja
8	Newsec AS	Sjablongmessig etter segment (5 % kontor)	Basert på forventet markedsleie	Ja	Ja	Ja
9	BER	Normalisert: Basert på budsjett, historikk og egen teknisk vurdering		Ja	Nei	NA
Offentlig eiendomsforvalter						
10	Statsbygg	Sjablongmessig 100 kr/ kvm ekskl. oppgrad. 10-20% inkl. oppgraderin		Ja	Nei	NA
Forretningsbank						
11	Nordea Næringseiendom	Erfaringstall støttet av bl.a OPAKs indeks	Basert på forventet markedsleie ⁵	Ja	Ja	Nei

Samtlige aktører inkluderer forsikring og evt.festeavgift.
¹ Settes sammen med forvalter og byggets utløpsprofil. Vervurderer generelt mer på interne data enn markedsdata
² Felles for alle eiendommer
³ Justeres hvis vesentlig avvik fra 100 Kr per kvm.
⁴ 50 % sannsynlighet for oppgraderingbehov. Hvis tilfellet gir dette 2000 Kr per kvm.
⁵ Varierer med segment (maks 7000-10 000 Kr per kvm)
⁶ Gjerne 2 ganger i kalkyleperioden
⁷ Løpende driftskostnader baseres på snitt av historiske kostnader (3 siste år) og budsjett kommende år.

TABELL 9.4 FASTSETTELSE AV DISKONTERINGSRENTEN

Deltagere	Diskonteringsrente (R = reell, N= nominell)			Andre momenter	
	Oppbygging (N)	Benchmarkyield (R)	Exityield (R)	Kalkyle- periode	Sensitivitets- analyse
Livselskap (forvalter og utvikler)					
1 Anonym (A)	10 år stat + risikopremie ¹	Direkte yield i området & Prime	exit yield = kalkylerente ⁷	20 år	Ja
2 Storebrand Eiendom	10 år stat + risikopremie ¹	Direkte yield i området & Prime	exit yield = kalkylerente	10-20 år	Ja
Eiendomsselskap (forvalter og utvikler)					
3 Anonym (B)	Rimelighetsvurderer selgers implisitte yield og justerer for antatt oppgrad. og utviklingspotensial			IA	Nei
4 OBOS Forretningsbygg	10 år stat - inf. + premie (snitt eiendom) basert på rapporterte yielder			IA	Nei
Rådgivning, megling og fondsforvaltning					
5 Anonym (C)	10 år stat + risikopremie ²	Direkte yield i området ² & Prime	Varierer	15-20 år	NA
6 FIRST Newsec	-	Direkte yield i området ² & Prime	exit yield > kalkylerente	Til utløp ¹	NA
Ekstern verddivurderer					
7 Anonym (D)	10 år stat + risikopremie ³	Yield fra egne vurderinger/ transaksjoner ⁴	exit yield = kalkylerente	10 år	Ja ²
8 Newsec AS	10 år stat + risikopremie ^{1,5}	Yield fra egne vurderinger/ transaksjoner ⁴	exit yield = eller > kalkylerente	10 år	Ja ²
9 BER	10 år stat + risikopremie ¹	-	exit yield = kalkylerente	10 år	Nei
Offentlig eiendomsforvalter					
10 Statsbygg	-	Direkte yield i området ² & Prime	-	-	NA
Forretningsbank					
11 Nordea Næringsseiendom	-	Erfaringstall med Prime som utgangspkt ⁵	-	-	NA

Ingen benytter WACC eller CAPM

¹ Risikopremie deles opp og dokumenteres for segment, tilstand, beliggenhet, leietagersoliditet og evt. gjenværende kontraktstid

² Risikopremie settes skjønnsmessig

³ Gjennomsnittlig nominelt avkastningskrav utledet av årlig yield på eiendommens konstanstrøm, justert for kvartalsvise forskuddsinnbetalinger

⁴ Implisitt fra tidligere verddivurderinger av sammenlignbare eiendommer eller transaksjoner i markedet

⁵ Swap spread + lånemargin + kontraktisiko + geografisk risiko + segmentrisiko + utviklingsrisiko

⁶ Justeres alltid noe opp for å få et noe mer konservativt utgangspunkt, ahengig av gjenværende kontraktstid

⁷ Ettersendt modell viser derimot eksempelvis en høyere (+128 bp) exityield (reell) og defineres som forventet markedsyield.

TABELL 9.5 OG 9.6 BRUK AV EKSTERNE OG ANDRE FORHOLD

Deltagere	Ekstern vurdering				
	Benyttes Ja/ Nei	Avvik mellom eksterne Eiendom	Portefølje	Andel portefølje/ hyppighet	Type ekstern
Livselskap (forvalter og utvikler)					
1 Anonym (A)	Ja	+/- 6-10 %	+/- 2%	40-45% kvartalsvis	4 store ² og CBRE
2 Storebrand Eiendom	Ja	+/- 10 %	+/- 1-3 %	Fond kvartalsvis, ellers hvert 3. år	4 store ²
Eiendomsselskap					
3 Anonym (B)	Nei	-	-	-	-
4 OBOS Forretningsbygg ¹	Nei	-	-	-	-
Rådgivning, megling og fondsforvaltning					
5 Anonym (C)	Ja	NA	+/- 4 %	Kvartalsvis	4 store ²
6 FIRST Newsec	Ja	NA	NA	Kvartalsvis	DTZ, Akershus
Ekstern verdivurderer					
7 Anonym (D)	IA	NA	NA	IA	IA
8 Newsec AS	IA	NA	NA	IA	IA
9 BER ²	IA	NA	NA	IA	IA
Offentlig eiendomsforvalter og utvikler					
10 Statsbygg	Ja	NA	NA	Ved kjøp/ salg	Takst ¹
Forretningsbank					
11 Nordea Næringseiendom	Nei ³	-	-	-	-

¹ Blant andre BER
² DTZ, DNB, Newsec og Akershus Eiendom
³ Men mindre det er klausuler i lånekontrakt som påkrever ekstern vurdering

Deltagere	Enkel yieldmetode tilfredsstillende* ?	Endring i praksis siden finanskrisen	Bruk av internasjonale standarder	Intern vurdering
			Ja/ Nei	Ja/ Nei
Livselskap (forvalter og utvikler)				
1 Anonym (A)	Nei	Nei	Nei	Kvartalsvis
2 Storebrand Eiendom	Nei	Nei	Nei	Kvartalsvis
Eiendomsselskap				
3 Anonym (B)	Ja	Nei	Nei	NA
4 OBOS Forretningsbygg ¹	Ja	Nei	Nei	2 ganger i året
Rådgivning, megling og fondsforvaltning				
5 Anonym (C)	Nei	Nei	NA	Kvartalsvis
6 FIRST Newsec	Ja	Nei	Nei	Kvartalsvis
Ekstern verdivurderer				
7 Anonym (D)	Nei	Nei	Nei	IA
8 Newsec AS	Nei	Nei	Nei	IA
9 BER ²	Nei	Nei	Ja (EVS)	IA
Offentlig eiendomsforvalter og utvikler				
10 Statsbygg	NA	Nei	Nei	Ingen løpende vurdering
Forretningsbank				
11 Nordea Næringseiendom	Kun hvis normalisert	Nei	Nei	Årlig

*Merk at svarende var noe mer nyansert

*It has yet to be proven that
intelligence has any survival
value.*

*Arthur C. Clarke
(1917-2008)*

