

Jens Erik Bjørlin

Vurdering av risiko ved verdsettelse av investeringseiendom

Effekten av tilgang på informasjon i markedet

Oslo, 22. juni, 2014





Oppgavens tittel:	Dato: 22. Juni 2014		
Vurdering av risiko ved verdsettelse av investeringseiendom	Antall sider (inkl. bilag):		
	Masteroppgave	X	Prosjektoppgave
Navn: Stud.techn. Jens Erik Bjørlin			
Faglærer/veileder: Kjell Banken			
Eventuelle eksterne faglige kontakter/veiledere: Geir K. Hansen			

Ekstrakt:

Målet med oppgaven er å belyse informasjonsbruk i verdsettelse av investeringseiendom. Derfra undersøkes det hvordan risiko plasseres i modellen. Tidligere forskning viser at analyse med nåverdiberegning er mest brukt og mest nøyaktig. Derfor sees det på hvordan risiko håndteres i denne.

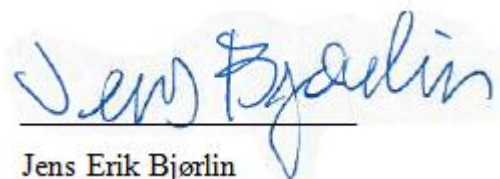
Litteraturstudiet viser hvorfor verddivurdering er nødvendig og hva som påvirker verdien. Som vist går markedet i sykluser og en verddivurdering bør ta hensyn til dette. Videre konkluderer tidligere studier med at terminologien er uklar. Derfor er terminologien i International Valuation Standards lagt til grunn. Markedet for investeringseiendom er presentert for å kunne si noe om behovet for internasjonale standarder. Om RICS og TEGoVA legger krav til dokumentasjon av forutsetninger til grunn, kan dette føre til at etterspørselen øker. Da vil eiendomsmarkedet i Norge bli mer transparent. Jones Lang LaSalle viser i sin undersøkelse at markedet er lite transparent per i dag.

Markedsundersøkelsen ble gjennomført i form av syv intervjuer med bedrifter som jobber med verddivurdering av investeringseiendom. Intervjuene var delt i to deler, hvor den første delen henter grunnleggende informasjon om respondenten. Dette var nødvendig for tolkningen i etterkant. Respondentene oppga flere felles kilder til informasjon om markedet. De største var Arealstatistikk AS og intern database. Markedsrapporter fra rådgivende firma ble også brukt.

Undersøkelsen indikerer at eiendomsspesifikk risiko fremdeles blir lagt i avkastningskravet. Dette ble først kommentert av Finanstilsynet i 2010, som anbefaler at denne legges til kontantstrømmen. Trinnvis kalkulasjon er presentert i denne oppgaven som en mulig måte å endre dette på. Da vil det være mulig å ha verdier i kontantstrømmen som er justert for risiko.

Stikkord:

1. Verddivurdering
2. Investeringseiendom
3. Risiko
4. Diskontert kontantstrømsanalyse


Jens Erik Bjørlin

1 Forord

Denne masteroppgaven er en avslutning på studiet i eiendomsutvikling og forvaltning ved NTNU. Gjennom studiet har undertegnede fått presentert et bredt spekter av ulike tema, og dette er fordypningen. Verdivurdering av investeringseiendom har kommet igjen ved flere anledninger, med forskjellig vinkling. Fra forelesninger, og litteraturstudiet, synes jeg risikohåndtering har vært spesielt interessant. De ulike fremgangsmåtene som klassen ble presentert under studie vekket lysten til å undersøke mer.

Arbeidet har vært både utfordrende og lærerikt. Kontaktene jeg har knyttet til meg gjennom studiet på NTNU og jobben i Basale har gjort meg i stand til å søke gode råd. Litteratursøket endte med en stor mengde informasjon til gjennomgang, og det er flott å se at flere skriver om samme tema. Blant annet kom det frem to utenlands undersøkelser som er med på å øke evnen til å generalisere i denne oppgaven.

Jeg vil gjerne benytte anledningen til å sende en stor takk til alle bedriftene som har deltatt i undersøkelsen. Dere har alle en hektisk hverdag, og svarene har vært verdifulle for arbeidet. Studiet hadde ikke vært mulig uten dere.

Samtidig vil jeg takke veileder, Kjell Banken, som har gitt råd gjennom oppgaven fra et tidlig stadium, da mye var halvferdig. Rådene har vært med på å rette oppgaven mot forskningsspørsmålene uten mye omveier. Du har også bidratt med relevant litteratur.

Til sist vil jeg takke Elin Merete Røsok for å følge godt opp under hele studiet. Hele klassen har vært bra informert hele veien og jeg synes organiseringen har vært strålende med det beste utvalget av erfarende forelesere. Studieprogrammet har vært spennende, og gitt meg godt innsyn i fagfeltene innen eiendomsutvikling og forvaltning. Alt dette har vært nyttig i arbeidet med denne masteroppgaven.

2 Sammendrag

For å verdivurdere investeringseiendom har tilgangen på informasjon mye å si. Det forteller noe om evnen til å se fremover som er viktig for enhver investering. I denne oppgaven er det sett på hvordan informasjonen kan håndteres. Som grunnlag har det blitt utarbeidet fire forskningsspørsmål. Med disse skal studiet å bygge videre på forskning som allerede er gjort om tema.

1. *Hvilke likheter og ulikheter finnes mellom norske aktører innen verdivurdering av investeringseiendom?*
2. *Hvor hentes tallgrunnlaget til beregningen?*
3. *Hvordan legges risiko inn i beregningene?*
4. *Hvor langt har bruken av internasjonale standarder kommet i Norge?*

Tidligere forskning viser at metoder basert på kontantstrøm er mest brukt for verdivurdering, og studiet bekrefter dette. Finanstilsynet utga en rapport i 2010 hvor de anbefaler at eiendomsspesifikk risiko plasseres direkte i kontantstrømmen, noe som ikke ser ut til å være tilfelle i dag. Studiet indikerer at årsaken ligger i tilgangen på informasjon. De få sammenlignbare avkastningskravene som er tilgjengelig inneholder allerede eiendomsspesifikk risiko. Dette er ikke spesifisert i kildene, men kan antas siden det er vanlig praksis i Norge. Om en aktør skulle endret dette i beregningen ville avkastningskravet blitt mindre enn de det sammenlignes med.

Jones Lang LaSalle viser at eiendomsmarkedet i Norge er lite transparent. Dette bekreftes videre i den kvalitative undersøkelsen. Flere av respondentene har egne databaser, men det finnes også tilgjengelig statistikk på markedsleie og avkastningskrav. I de åpne kildene mangler det vesentlig informasjon som er knyttet til oppnådd leienivå. Dette går på informasjon som lengde på kontrakten, felleskostnader, hva som inngår i leien, etc. Og i svært mange leiekontrakter som blir signert er leienivået konfidensielt.

For å plassere eiendomsspesifikk risiko i kontantstrømmen bør det være et estimat på usikkerhet. Dette kan utarbeides med trinnvis kalkulasjon som gjør det mulig å beregne et standardavvik til verdien. Da kan verdivurderer bruke *sannsynlig kostnad* istedenfor *estimert kostnad*.

Studiet viser at flere aktører i Norge, inkludert Norges TakseringsForbund, har begynt å ta i bruk internasjonale standarder. Hovedsakelig er det TEGoVA som blir brukt i Norge, men RICS ble også observert i ett tilfelle. Dette gjør det enklere for utenlandske investorer å etablere seg. Samtidig kan dette bidra til at markedet i Norge blir mer transparent på grunn av kravene til dokumentasjon i arbeidet. Det finnes land i Europa som er mye lenger enn Norge på dette feltet, og fremtiden vil vise hva som skjer her.

Innhold

1	Forord.....	1
2	Sammendrag	2
3	Innledning	7
3.1	Eiendom og verdi	7
3.2	Bakgrunn for tema.....	7
3.3	Målet med studiet.....	8
3.4	Rapportens oppbygning.....	9
4	Metodevalg og planlegning.....	10
4.1	Forskningsprosess	10
4.2	Metodevalg.....	12
4.3	Litteratursøk	14
4.4	Planlegning av kvalitativ undersøkelse	15
5	Litteraturstudie.....	18
5.1	Hvorfor verdivurdering er nødvendig	18
5.2	Markedet for investeringseiendom.....	20
5.2.1	Ett globalt marked.....	21
5.2.2	Eiendom som aktivaklasse.....	22
5.2.3	Ett transparent marked	26
5.3	Internasjonal standardisering.....	30
5.3.1	International Valuation Standards Council.....	30
5.3.2	RICS.....	31
5.3.3	TEGoVA.....	32
5.4	Terminologi.....	33
5.4.1	Markedsverdi	33
5.4.2	Investeringseiendom	34
5.4.3	Markedsleie.....	34

5.4.4	Yield.....	35
5.5	Risiko ved eiendomsinvesteringer	36
5.5.1	Teknisk risiko.....	37
5.5.2	Bedriftsspesifikk risiko	42
5.5.3	Markedsrisiko	42
5.5.4	Risikofri rente	43
5.5.5	Eiendommens restverdi.....	44
5.5.6	Avkastningskrav og påtatt risiko	46
5.6	Diskontert kontantstrømsanalyse (DKA).....	47
5.6.1	DKA for investeringseiendom	48
5.6.2	Input til modellen.....	49
6	Markedsundersøkelse.....	51
6.1	Praktisk gjennomføring	51
6.2	Vurdering av utvalg.....	51
6.2.1	Reliabilitet.....	52
6.2.2	Validitet.....	53
7	Analyse og tolkning	54
7.1	Likheter i det norske markedet.....	54
7.2	Tallgrunnlag for verdivurdering.....	55
7.3	Plassering av risiko.....	58
7.4	Bruken av internasjonalt standardverk.....	59
8	Konklusjon.....	61
9	Forslag til videre forskning.....	63
10	Referanser	64

Figurliste

Figur 1. Tilbud og etterspørsel

Figur 2. Forenklet eksempel på struktur for eiendomsselskap

Figur 3. OSE4040 og Oslo Børs hovedindeks

Figur 4. Yield og nåverdimetoden, regneeksempel

Figur 5. Risiko ved investering i eiendom

Figur 6. Livsløpet til bygninger

Figur 7. Kostnadsestimat på 4 tidspunkt

Figur 8. Estimert prosjektkostnad med trinnvis kalkulasjon

Figur 9. Årlig avkastning på norsk investeringseiendom

Figur 10. Oppbygning av avkastningskrav

Figur 11. Avkastningskrav og påtatt risiko

Tabelliste

Tabell 1. Det globale markedet

Tabell 2. Ulike aktivaklasser

Tabell 3. JLL Transparency Index 2012

Tabell 4. Eksempler på inngåtte leieavtaler i Oslo

Tabell 5. Vanlige kalkylemetoder knyttet til byggeprosessen

Tabell 6. Risikofri rente

Tabell 7. Effekten av ulikt avkastningskrav på restverdi

Tabell 8. Forutsetninger i eksempel om restverdi

Tabell 9. Typisk informasjon for kontantstrømsanalyse

Tabell 10. Kilder til typisk informasjon for kontantstrømsanalyse

3 Innledning

Denne innledningen gir en grunnleggende introduksjon til tema, og beskriver hvorfor dette er valgt. Videre vises avgrensingene som er gjort. Målet med oppgaven presenteres, og hva som er bakgrunnen for forskningsspørsmålene. Til slutt forklares rapportens oppbygning.

3.1 Eiendom og verdi

Mennesker har både bodd og drevet virksomhet i bygninger gjennom tusenvis av år. Byggeteknikken har hele tiden utviklet seg fra enkle hus av jord og leie, til dagens komplekse byggverk. Disse skal tåle klimatiske påkjenninger som vind, jordskjelv og branner. Det er naturlig å tenke at bygninger har blitt omsatt siden begynnelsen, med en verdi lagt til grunn.

Før i tiden var det vanlig at den næringsdrivende eide sin egen eiendom. Bakdelen var at mye kapital var bundet opp i bygningsmasse og eier hadde kanskje ikke mye kunnskap om hvordan det er lurt å vedlikeholde et stort bygg. Fordelen er selvfølgelig at eieren har full råderett over eiendommen. Siden 1990-tallet har det blitt mer vanlig at næringsvirksomheter leier sine lokaler, og dermed kan fokusere seg om den faktiske kjernevirksomheten. Med dette ønske om å frigjøre tid og kapital så dannes tilbudet for investeringseiendom.

Etterspørselen etter investeringseiendom dannes ved at investorer ønsker et sted å plassere sin kapital. Som regel har markedet en inflasjon, og investorer er avhengige av å investere kapitalen, for at det ikke skal tape seg i verdi. Investeringen bør da gi en avkastning lik en risikofri avkastning pluss et påslag for risiko. Det er her verdivurdering kommer inn i bilde.

3.2 Bakgrunn for tema

Verdivurdering av investeringseiendom er nødvendig å utføre av flere grunner som kjøp/salg, forsikring, vurdere belåningsgrad, regnskap, etc. Men selv om verdivurdering har mange formål er det som regel ett spørsmål som ønskes besvart. Hva er eiendommens markedsverdi? Det vil si hva det kan omsettes for i et fritt marked.

Tidligere studier om dette tema har indikert at markedet for investeringseiendom i Norge er lite transparent. Med bakgrunn i dette er det ønskelig å se nærmere på kildene som blir brukt til informasjon i Norge. For å dekke området er det i tillegg valgt å se på hvordan grunnlaget legges inn i verdivurderingene. Dette kan ha betydning for resultatet, men ikke minst muligheten for å sammenligne to ulike verdivurderinger.

Håndtering av dette er ikke et nytt problem som kun gjelder for Norge, men det er allerede gått en prosess på dette i flere andre land. Resultatet av dette er at det har kommet uavhengige standarder som skal sikre kvalitet og objektiv verdivurdering.

3.3 Målet med studiet

Som Finanstilsynet beskriver i sin rapport fra 2010 kan det være vanskelig å sammenligne verdivurderinger som er gjort av ulike selskaper. De har ulik håndtering av risiko selv om estimert markedsverdi kan være tilnærmet lik. Rapporten viste at de fleste aktørene i Norge bruker nåverdiberegning som verktøy.

Med denne oppgaven er det ønskelig å se på hvordan tallmateriale blir hentet inn, og hvordan det brukes i verdivurderingen. Hva gjøres likt og hva er forskjellig hos de norske aktørene? Samtidig ønskes det å undersøke hvor langt den internasjonale standardiseringen har kommet i Norge. Her finnes det krav om hva en rapport skal inneholde.

Med dette i tankene vil arbeidet med denne oppgaven handle om å besvare følgende forskningsspørsmål:

1. *Hvilke likheter og ulikheter finnes mellom norske aktører innen verdivurdering av investeringseiendom?*
2. *Hvor hentes tallgrunnlaget til beregningen?*
3. *Hvordan legges risiko inn i beregningene?*
4. *Hvor langt har bruken av internasjonale standarder kommet i Norge?*

3.4 Rapportens oppbygning

Denne forskningen er i hovedsak delt opp i to deler; litteraturstudie og kvalitativ undersøkelse. Litteraturstudiet er med for å bygge opp et fundament å forske videre på. Tidligere forskning gjennomgås for at leser og forfatter skal ha samme forståelse videre i rapporten. Dette er også viktig for å bygge videre på tidligere forskning.

Deretter gjennomføres det en kvalitativ studie i form av en rekke intervjuer med norske aktører. Her kvalitetssikres tidligere undersøkelser og resultatene brukes for å besvare forskningsspørsmålene. Det er ikke oppdaget noen tidligere norsk forskning som ser på informasjonsgrunnlaget for verdivurderinger. Til slutt konkluderes det og trekkes paralleller mellom de ulike prosessene.

Tidligere studier viser at verdivurdering av investeringseiendom har en uklar terminologi. Derfor er terminologien til International Valuation Standards (IVS) lagt til grunn. Den er i utgangspunktet engelsk, men har blitt oversatt til norsk av undertegnede for dette formålet. Den er også valgt fordi den allerede er etablert flere steder i verden, og det er ingen grunn til å skape unødvendig forvirring. Komplette terminologi fra IVS er lagt ved i vedlegg 3.

4 Metodevalg og planlegning

Denne delen tar for seg hvilke verktøy som er brukt for å besvare forskningsspørsmålene. Ulike metoder er diskutert, og valg er begrunnet etter prinsipper fra teorien. Litteratursøket er beskrevet ved hvordan relevant litteratur ble oppdaget og brukt i oppgaven. Etter valg av metode, er også treffsikkerheten diskutert. Markedsundersøkelsen vil inkludere et utvalg av det totale markedet, og muligheten for å generalisere er diskutert.

4.1 Forskningsprosess

Forskning handler om å tilegne seg ny kunnskap ved å innhente informasjon på en systematisk måte (Larsen, 2008). Hva forskeren legger i «systematisk måte» vil variere i hvert prosjekt siden det skal tilpasses formålet. Poenget med å tilpasse metoden er å kunne ta best mulig nytte av kunnskapen som tilegnes. Metodevalget vil ha stor betydning for hvilke data som blir innhentet, hvordan de kan tolkes og dermed grunnlaget for forskningens konklusjon. En god konklusjon i forskningen skal være basert på konkrete funn gjennom metode, og ikke forskerens antagelser. Men uansett hvor godt det gjøres bør forskeren ha nok selvinnsikt til å være klar over feilmarginen i sin metode. Denne feilmarginen kommer av at forskningen bare har kapasitet til å omfatte et utvalg objekter fra en stor gruppe. Hvor godt denne gruppen kan reflektere hele utvalget vil variere, og aldri bli 100 %. Tilfeldigheter vil virke inn, men god kjennskap og praktisering av metode vil gi god kvalitet på grunnlaget. Dermed vil feilmarginen bli minst mulig.

Med resultatet fra forskningen søkes svar på forskningsspørsmålene som beskrevet i kapittel 1. Faseinndelingen er brukt som et utgangspunkt i denne oppgaven og enkelte faser vil overlappe hverandre. Larsen (2008, s. 18) deler denne prosessen opp i følgende faser:

1. Valg og utforming av forskningsspørsmål

Forskningsspørsmålene skal være selve grunnlaget for undersøkelsen, og forskningen vil handle om å besvare denne (Larsen, 2008). Halvorsen (2012) omtaler forskningsspørsmålene som selve «*kjernepunktet i forskningen*» og den vil virke styrende for resten av forskningsprosessen. Selv om problemstilling er det mest brukte ordet, er forskningsspørsmål en mer passende beskrivelse siden det egentlig ikke er et «problem» som skal løses (Larsen, 2008). Videre i oppgaven vil derfor ordet forskningsspørsmål brukes. Om forskningsspørsmålene er klare og tydelige, vil det være enklere å arbeide videre med prosjektet. Underveis i prosessen kan det også bli nødvendig å endre forskningsspørsmålene etter hvert som ny informasjon kommer frem. Dette gjøres i så fall i samarbeid med veileder.

2. Utvelging av enheter og variabler

Med forskningsspørsmålene på plass kan vi vurdere hvilke enheter og variabler som best kan gi svar (Larsen, 2008). Type variabler vil variere mye i ulike studier, og kan for eksempel være statistiske tall, intervjudata, dagbøker, historisk dokumenter, observasjoner eller rapporter (Everett & Furuseth, 2012, s. 132). I arbeidet med å tilegne seg data, skilles det mellom primære og sekundære kilder. De primære er rå data, direkte fra informasjonskilden, som ikke allerede er tolket. Som for eksempel statistiske data eller observasjoner. Sekundære kilder er data som allerede er tolket. For eksempel resultatet av en forskning som allerede er gjort. I denne oppgaven baseres litteraturstudie på sekundære kilder, mens intervjuene primære. Bruk av sekundære data vil spare tid, og gi muligheten til å gå dypere i valgt tema (Halvorsen, 2012, s. 116). Allikevel er utvelging like viktig i begge delene i oppgaven, da det finnes mye litteratur å velge og mange aktører i bransjen

3. Innsamling av data

Forskning handler om å ta utgangspunkt i eksisterende viten, og bygge videre på dette (Everett & Furuseth, 2012, s. 66). Derfor begynner litteratursøket tidlig i prosessen, og pågår gjennom hele arbeidet med oppgaven. På grunn av det store utvalget av litteratur, er det viktig å ha forskningsspørsmålene i bakhodet, og velge relevant litteratur i fra disse. Noe litteratur gir også forslag på videre forskning.

Hvem som skal være respondenter for primære kilder velges. Deretter gjennomføres intervjuene. Dette gjøres når gjennomgangen av litteratur er ferdig for å ha et grunnlag å bygge på.

4. Bearbeiding av data

Formålet med denne fasen er å klargjøre informasjonen til analyse. Når innsamling av informasjon er ferdig sitter vi igjen med en betydelig mengde data, i form av lydfiler fra intervjuer og innsamlet litteratur. Lydfilene bør skrives ut for og lett kunne gå tilbake og unngå mistolkninger. Det kan også lages en datamatrise som viser respondentenes svar på de ulike spørsmålene. Data som ikke er relevante for forskningsspørsmålene lukes ut, da dette ville skapt støy videre. Kvalitative undersøkelser kan ta med seg mye informasjon som ikke er relevant for forskningsspørsmålene (Larsen, 2008).

5. Analyse av data

Når all informasjon er innhentet og behandlet, er det på tide å analysere resultatene. Dette betyr å gruppere og kategorisere informasjonen for lettere å kunne se på likheter og sammenhenger. Å skrive ut intervjuer kan bety at det finnes en betydelig mengde tekst. Denne fasen handler om å redusere, komprimere, og systematisere datamengden. Dette vil gjøre det mulig å gå videre med å tolke informasjon i neste steg.

6. Tolkning av resultatene

På dette stadiet skal forskeren tolke resultatet fra undersøkelsene mot forskningsspørsmålene. Forskeren må ha et bevist forhold til feilmarginen i resultatene. Det finnes flere feilkilder å være klar over i dette arbeidet som for eksempel intervju effekt, spørsmåls effekt, kontekst effekt og feilkilder ved observasjon (Halvorsen, 2012, s. 177). Hva som er aktuelt her beskrives nærmere i kapittel 5.

7. Utarbeiding av rapporten

Å skrive en rapport handler ikke bare om å formidle hva forskningen har kommet frem til, men også å tydeliggjøre tankene rundt arbeidet. Rapporten blir derfor et viktig verktøy for å holde orden i prosessen. Når forskningsspørsmålene er klare kan det lages en grovdisposisjon for å gjøre arbeidet enklere og mer systematisk. Denne oppgaven er ment å være forståelig for en person uten mye kunnskap om eiendom og verdivurdering, men det kan være en fordel med grunnleggende informasjon. Det grunnleggende for verdivurdering er inkludert for å vise tankene og forutsetningene som oppgaven baserer seg på.

4.2 Metodevalg

Metodene som legges til grunn for forskningen skal støtte opp under svarene på forskningsspørsmålene (Larsen, 2008). I hovedsak skilles det mellom to typer metoder; kvalitativ og kvantitativ. Ved valg av metode bør forskeren være klar over fordelene og ulempene til de ulike metodene. Begge metodene kan også brukes i kombinasjon med hverandre, gjerne kalt «*metodetriangulering*» (Larsen, 2008, s. 27). For denne undersøkelsen er kvalitativ undersøkelse mest passende. Begge metodene er gjennomgått under for å begrunne valget som er gjort.

Kvantitativ metode

Kvantitativ metode betyr å innhente statistisk tallgrunnlag, og er som regel fremstilt i tabeller eller grafer (Larsen, 2008). Metoden kan brukes for å skaffe systematiske opplysninger om mange enheter. For eksempel i form av spørreskjema. Metoden gir liten fleksibilitet, men har fordel med at den når ut til et stort utvalg. Om forskeren ønsker å forklare en hendelse eller observasjon kan dette være et nyttig verktøy. Spørsmål kan rettes til et stort antall med respondenter, og svarene kan analyseres i en datamaskin (Halvorsen, 2012). Ulempen er at resultatet inneholder begrenset informasjon fra hver respondent (Larsen, 2008). Forskeren har ikke mulighet til å stille oppfølgingsspørsmål.

Kvalitativ metode

Kvalitative data er gjerne i form av intervjuer og kan, i motsetning til kvantitative data, ikke nødvendigvis tallfestes. Analyse av resultatene fra en kvalitativ undersøkelse skiller seg derfor mye fra analyse av kvantitative data. Mulighet for tolkning av svarene ligger hos forskeren i større grad. Vanlig innhenting av kvalitative data kan for eksempel være observasjoner, dybdeintervjuer eller gruppeintervjuer (Halvorsen, 2012). Det gir forskeren mulighet å innhente informasjon og søke dypere forståelse om et tema. Validitet er også regnet for å være god i kvalitativ metode. Forskeren har mulighet for å tolke svarene og stille oppfølgingsspørsmål. En kvalitativ undersøkelse kan også være springbrett for en kvantitativ forskning på samme tema. Ulempene med kvalitativ metode er at forskeren ikke når ut til like mange respondenter som kvantitativ metode. Dermed er det ikke like riktig å generalisere svarene. Innen verdivurdering i Norge er utvalget av aktører i begrenset antall og dette vil være mulig å håndtere. Dette kan gjøres ved å sette sammen et utvalg av forskjellige aktører som representerer hele markedet. Kvalitativ metode er mest passende for denne oppgaven på grunn av at forskningsspørsmålene kan ha et sammensatt svar.

En mulig ulempe er intervju-effekten (Halvorsen, 2012, s. 143). Larsen (2008, s. 86) skriver at intervju-effekten, også kalt kontrolleffekten, er den største ulempen med intervjuer. I denne forskningen representerer forskeren til dels en konkurrerende bedrift. Dette kan påvirke resultatet ved at intervjuobjektets personlighet og arbeidsmåte farger svarene. Enkelte personer kan endre mening når de vet de blir observert. Intervjuguiden inneholder spørsmål som går på nøyaktigheten i arbeidet til informantene. Derfor bør det tas høyde for intervju-effekt i tolkningen av innhentet data. For å minske denne effekten anbefaler Halvorsen (2012) at intervjuene foretas ved personlig oppmøte. Intervjuene gjennomføres

med samme introduksjon. De tas også opp med diktafon, og skrives ut i etterkant. Det utarbeides også en matrise for å gi oversikt over svarene.

For å oppsummere metodevalg er det viktig å følge retningslinjer ved forberedelse, utførelse og tolkning. Om dette gjøres vil arbeidet kunne baseres på kunnskapsbasert forskning med en kjent feilmargin, og ikke forskerens personlige erfaringer. Forskeren bør også være faglig oppdatert som et grunnlag for arbeidet. Da kan forskningen bygge videre på tidligere studier, undervisning på NTNU, erfaring fra arbeidslivet og ikke minst litteraturstudie.

4.3 Litteratursøk

Som et ledd i denne oppgaven har det blitt gjennomført et litteratursøk. Først ble det søkt på universitetets bibliotek via BIBSYS. Biblioteket ga begrenset med relevante treff og det er en utfordring at mye litteratur er av eldre dato. Som senere kommer frem i litteraturstudiet, er valgt tema under konstant utvikling og mye har forandret seg de siste årene. Noen grunnleggende prinsipper er allikevel til hjelp, men det har vært nødvendig å søke videre etter litteratur.

Google Scholar har bidratt med å finne oppdaterte bøker og artikler. Mengden treff er vesentlig høyere ved bruk av Google Scholar, og det har vært en utfordring å sikre validitet i treffene. et enkelt søk på «property valuation» i Google Scholar gir 525 000 treff og dette kan virke overveldende. Søkefunksjonen er allikevel godt tilpasset, og det har vært mulig å filtrere relevant teori ved hjelp av å legge til forskjellige søkeord.

Søket som har gitt best resultat etter relevant litteratur er å snakke med studenter ved utenlandske universiteter. Disse personene har opplyst om hva som brukes av lærebøker ved ulike universiteter og høyskoler. Ved denne fremgangsmåten har det også kommet frem et par gode masteroppgaver fra Heriot-Watt University i England og Kungl Tekniska Högskolan i Sverige. I referanselisten til disse har det igjen kommet flere gode kilder.

Mengden med tilgjengelig informasjon ble til slutt veldig stor, og det var nødvendig å kutte ned. Ved bruk av forskningsspørsmålene var jeg i stand til å luke ut mye, og gå målrettet etter kapitlene som gikk på risiko i verdivurderinger. Grunnleggende teori som er brukt i introduksjonen er hentet utenom dette, men her var det enkelt å finne relevant litteratur.

Det er laget internasjonale standardverk for verdivurdering av investeringseiendom. Av disse har jeg valgt å fordype meg i «The Royal Institution of Chartered Surveyors» (RICS). RICS

har utgitt en «håndbok» kalt Red Book som standardiserer måten vi verdivurderer bygg på. Denne blir brukt i store deler av verden allerede, men få jeg har snakket med i Norge kjenner til RICS. I for eksempel i Stor Britannia, som er en av de mest populære stedene for eiendomsinvesteringer, er RICS utbredt og det er sett på som et kvalitetsstempel.

4.4 Planlegning av kvalitativ undersøkelse

Gjennomføring av den kvalitative undersøkelsen krever nøye planlegning for at resultatet skal være mulig å tolke i etterkant. Under begrunnes de ulike valgene som er tatt. Målet med dette kapitlet er å minimere feilmålinger i undersøkelsen, og sikre stør mulig relevans for forskningsspørsmålene.

En analytisk fremgangsmåte

For at forskningen skal komme videre fra litteraturstudie, så utføres det en kvalitativ undersøkelse. For denne oppgaven er det valgt en «beskrivende» fremgangsmåte i form av dybdeintervjuer. Det finnes allerede kvantitative undersøkelser fra Norge, og andre land, som er basert på spørreskjema. Dybdeintervjuer kan derfor brukes for å undersøke temaet fra en annen vinkel. Undersøkelsen kan bekrefte/avkrefte det som tidligere undersøkelser viser. Samtidig kan undersøkelsen bygge videre i tema og rette seg inn mot forskningsspørsmålene. Respondentene velges ut fra deres størrelse og posisjon i markedet. Målet er å ha et balansert bilde av det totale utvalget. Når målet er å få et beskrivende svar, er det nødvendig at forskeren har grunnleggende kunnskap om tema.

Intervjueguide

Ved gjennomføringen av intervjuene er målet å få mest mulig informasjon, uten å styre informantene i for stor grad. De skal gi ærlige svar, og det skal være mulig å sammenligne svarene til forskjellige aktører. For å holde den røde tråden er det derfor valgt å bruke en intervjueguide med en rekke spørsmål. Om noen svar krever utdypning kan det brukes ekstra tid på disse (Larsen, 2008). Informanten kan da snakke fritt om tema, og intervjuer kan stille oppfølgingsspørsmål. Intervjueguiden er lagt med i vedlegg 1.

I intervjuene er ikke holdningen til respondentene det viktigste. Det er viktigere å få frem hva som blir gjort i praksis. Spørsmålene formuleres derfor slik at respondentene svarer om sin egen praksis. For eksempel så formuleres spørsmålene til *hva som gjøres* og ikke *hva som menes* om tema. Spørsmålene er også gjort klare og tydelige for å unngå at respondentene tolker spørsmålet forskjellig (Larsen, 2008, s. 85).

Del 1 av intervjuguiden er med for å innhente grunnleggende informasjon om intervjuobjektet. Dette er med for å kunne gruppere aktørene. Del 2 handler direkte om tema for oppgaven og det er hovedsakelig disse som brukes for å besvare forskningsspørsmålene.

Utvalget

Av praktiske årsaker vil det ikke være mulig å intervjuer alle aktørene i Norge. Samtidig er målet å kunne fortelle noe om det totale markedet, inkludert de aktørene som ikke faller inn under denne undersøkelsen. Utvalget for dette studiet begrenser seg til aktører som jobber profesjonelt med verddivurdering av investeringseiendom. De kan igjen deles i to hovedgrupper; eiere og rådgivere. Respondentene for dette studiet er valgt i samarbeid med veileder. Syv respondenter kan være nok til å si noe om markedet, gitt at det er et balansert utvalg.

Valg av intervjuobjekter vil bli gjort med teoretisk utvelging. Dette er godt egnet i kvalitative studier (Halvorsen, 2012) (Ringdal, 2001). Utvalget blir da satt sammen av aktører med ulik bakgrunn for best mulig å gjenspeile det totale utvalget. I dette studiet ønskes det å gå i dybden, så utvalget bør heller ikke være for stort (Thagaard, 1998). Utvalget er satt til å inneholde både firma som eier egen eiendom, og firma som utelukkende jobber som rådgivende. Det er valgt små firma, og firma som er blant de størst i Norge.

Reliabilitet

Reliabilitet viser til nøyaktighet eller pålitelighet i målingene. Ved vurdering av reliabiliteten til en undersøkelse, så undersøkes det hvor sannsynlig det er at de samme resultatene vil gjentas (Larsen, 2008). Reliabilitet må sikres hele veien i prosessen fra utvelging av variabler til tolkning av informasjonen. (Halvorsen, 2012).

For å sikre reliabiliteten i sekundære kilder legges det til kontrollspørsmål i intervjuene. Dette er med på å bedre reliabiliteten i dette studiet. Videre stilles spørsmålene likt til alle respondenter for å unngå variasjoner. Spørsmålene er utformet for å minske intervju effekten. Dette er gjort ved å unngå å sikte til informasjon som bedriften kan ønske å holde hemmelig. Intervjuene blir utført av undertegnede, som jobber i et selskap som er konkurrerende til flere i utvalget. Derfor er dette et punkt som følges opp etter intervjuene.

Validitet

Med validitet menes gyldighet eller relevans. Hvor relevante målingene er for forskningsspørsmålene har mye å si for tolkningen. Dette er koblet med hvor enkelt variablene lar seg måle. God validitet i en oppgave er ikke det samme som god reliabilitet, og motsatt.

For å sikre validitet i undersøkelsen er spørsmålene utformet konkret på hva som ønskes å måle. Når intervjuene er gjennomført, vil det være mulig å utarbeide et skjema, som gjør tolkningen enklere i etterkant. I kvalitative undersøkelser er fordelene at det mulig å stille oppfølgingsspørsmål dersom respondentens første svar gir lav validitet.

5 Litteraturstudie

Hvorfor en verdivurdering nødvendig, og hvilke type eiendommer avgrenses studiet til? Kapitlet oppsummerer hva som allerede er forsket på innen verdivurdering av investeringseiendom. Informasjonen blir brukt videre for sammenligning med virkelig praksis. Grunnleggende kunnskap er inkludert her, for å være sikker på at leser og forsker har samme forståelse. Regnemetoder for verdivurdering er kort presentert, før teorien bak forskningsspørsmålene i kapittel 1 diskuteres.

5.1 Hvorfor verdivurdering er nødvendig

Mennesker har brukt bygninger til bolig- og næringsformål i mange tusen år. Det er derfor naturlig å tenke at verdivurdering, som profesjon, har utviklet seg parallelt. Handel av eiendom har jo trolig pågått like lenge. Pussig nok, var det først på 1980-tallet at markedet for investering i eiendom åpnet seg. I tiden før dette var det vanlig at næringsdrivende eide egne lokaler, og sørget for drift og vedlikehold. Den siste tiden har det blitt mer vanlig at investorer eier eiendommen, og de næringsdrivende har bruksrett gjennom en leiekontrakt. Dette frigjør kapital hos den næringsdrivende, og lar de fokusere på sin kjernevirksomhet. Samtidig åpner det for en ny aktivaklasse for investering (Bærug, 2012).

Verdivurdering av investeringseiendom skiller seg fra verdivurdering av boliger på flere områder. I begge tilfeller er det som regel *markedsverdi* som søkes. Altså hva eiendommen kan omsettes for på aktuelt tidspunkt, i et åpent marked (Bærug, 2012). Forskjellen ligger i metode som brukes til å finne denne verdien. For boliger er det ofte mange transaksjoner å sammenligne med. et salg av en leilighet, vil for eksempel gi en god indikasjon på pris for de andre leilighetene i samme bygg. Derfra kan det gjøres justeringer for teknisk tilstand og fasiliteter. For investeringseiendom er det litt mer komplisert. Eiendommen har som regel en eller fler leiekontrakter som gir en inntekt over en viss tid. Samtidig vil eier ofte forplikte seg til å utføre årlig vedlikehold, som gir kostnader. Verdivurderer må dermed ta stilling til dagens verdi av kontantstrømmen som eiendommen vil bringe.

Normalt plasseres investeringseiendom i aksjeselskaper, såkalte «single purpose» selskaper (SPV). Dette selskapet er formell eier av eiendommen, og isolerer dermed risiko fra morselskap. I Norge gir dette også fordeler for skatt og avgifter. Salg av aksjeselskaper gir ikke skatt på salgsgevinst, til motsetning fra salg av eiendom. Det vil det heller ikke utløse dokumentavgift, da eiendommen formelt sett ikke bytter eier (Bærug, 2012).

En verdivurdering av investeringseiendom kan bestilles på ulikt grunnlag som fører til ulike krav til vurderingen. Bakgrunn for verdivurderingen kan blant annet være (Bærug, 2012) (Wyatt, 2007, s. 63);

- § Kjøp og salg
- § Verdirapportering til markedet/investorer
- § Vurdering av en potensiell leiekontrakt
- § Forsikring
- § Sikkerhet for lån
- § Regnskap
- § Vurdering utviklingsprosjekter
- § Måle en investering

Av punktene over kan kravene til vurderingen variere stort. For eksempel kan en verdivurdering av et potensielt utviklingsprosjekt være ganske ulik en vurdering av bygg i normal drift og med stabil leieinntekt. et utviklingsprosjekt har ofte stor usikkerhet knyttet til regulering, byggekostnaden og leiepriser. I motsetning kan et bygg i stabil drift ha lange leiekontrakter (stabil inntekt) og forutsigbare eierkostnader knyttet til forvaltning og vedlikehold.

En verdivurderer jobber ofte for selger med mål om å finne det nærmeste estimat på markedsverdien til eiendommen (Wyatt, 2007). Verdivurderer har dermed god tilgang til nødvendig informasjon om eiendommen. Derfra bør verdivurderer kunne vurdere hvilke verktøy som er egnet i forskjellige tilfeller. For eksempel kan det for et kontorbygg lønne seg å se på inntekter, mens for en handelseiendom være lurt å se på omsetning (Gukild, 2011). Vi har ikke noen standard i dag som legger opp til hvilken metode som skal brukes, men det stilles høye krav til dokumentasjon av forutsetninger og etterprøvbarhet (Finanstilsynet, 2010). Ulike sertifiseringer stiller også krav til utdanning og erfaring hos verdivurderer. Disse er beskrevet senere i oppgaven.

Uten verdivurdering ville ikke investorer vært klar over eiendommens verdi. Dette kunne ført til feil investeringer, mangel på midler til nødvendig vedlikehold og overbelånte eiendommer som blir svært sårbare for svingninger i markedet. Under finanskrisen i 2007 opplevde flere investorer at det ikke var mulig å realisere salg av eiendom, i en tid det var behov for å

frigjøre kapital. Lånerentene steg, og betalingsevnen hos leietagere sank. Dermed gikk netto fortjeneste ned. Med god fokus på verdivurdering, vil det være mulig å styre rundt dette og ha et realistisk forhold til investeringen.

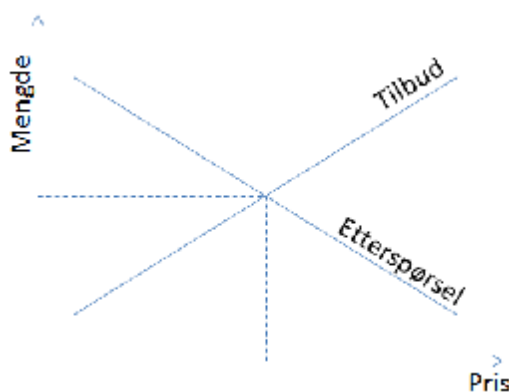
5.2 Markedet for investeringseiendom

Hvem investerer i eiendom, og hvorfor blir dette gjort? Denne forståelsen er nødvendig for å gå inn på forskningsspørsmålet om risiko i en verdivurdering. Som det vises har vi flere typer investeringer med veldig ulike egenskaper. Dette har igjen betydning for valgene og forutsetningene som legges til grunn i en verdivurdering.

Hva som utgjør eiendommens markedsverdi kan igjen utdypes tydeligere med teori. Blackledge (2009) beskriver fire kriterier som må oppfylles for å oppnå økonomisk verdi;

- Bruksverdi – Potensielle brukere må ha nytte av produktet
- Begrenset tilgang – Ikke nødvendigvis stor mangel, men det er heller ikke ubegrenset tilgang
- Etterspørsel – Markedet må ha et behov for produktet
- Mulighet for å overføre – Produktet må kunne bytte eier

For investeringseiendom vil alle disse kriteria være oppfylt til en viss grad. Dermed vil den økonomiske verdien av investeringseiendom være der tilbud og etterspørsel møtes. Videre vil eiendommens verdi være lik rettighetene til å motta inntekter og/eller kapital i fremtiden. Eiendommens verdi vil øke, jo bedre den tilfredsstillende de fire kravene over.



Figur 1 – Tilbud og etterspørsel

5.2.1 Ett globalt marked

Denne oppgaven fokuserer på norsk praksis, men en global vinkling viser at tilbud og etterspørsel krysser landegrenser. At utenlandske aktører ser etter eiendom i Norge, kan også stille andre krav til verdivurderingen. For eksempel er det ikke gitt at en tysk aktør har samme tolkning av ordet *markedsverdi* som norske aktører. Flere utenlandske fond og eiendomsselskaper eier i dag eiendom i Norge og markedet styres i prinsippet av global tilbud og etterspørsel. Ved å strekke porteføljen over flere land er det mulig å fordele risiko (Mora, 2010). Av tabell 1 ser vi at Japan, UK og USA er de desidert største markedene for investeringseiendom med til sammen 60 % prosent av det globale markedet. I følge IPD (2012) har Norges andel i det globale eiendomsmarkedet økt fra 0,89 til 1,0 %, fra 2010 til 2012, basert på markedsverdi. For Norge er det kun registrert 488 eiendommer, mot 21 012 i UK. Ved at flere eiendommer registreres som investeringseiendom, vil det bidra til at markedsandelen til Norge blir større. Det kan for eksempel skje ved at bedrifter velger å leie eiendom istedenfor å eie selv. At Norge er lite har for øvrig ingen sammenheng med presentasjonen til investeringene (IPD, 2012).

	<i>Antall fond</i>	<i>Antall eiendommer</i>	<i>Estimert markedsverdi \$bn</i>	<i>Global andel %</i>
Australia	77	1 655	228,4	4,2 %
Østerrike	18	595	34,4	0,6 %
Belgia	32	373	55,3	1,0 %
Canada	38	2 183	199,9	3,7 %
Tsjekkia	25	115	15,1	0,3 %
Danmark	20	995	44,3	0,8 %
Finland (KTI)	22	2 356	60,2	1,1 %
Frankrike	110	6 190	317,2	5,9 %
Tyskland	99	4 027	345,1	6,4 %
Ungarn	20	90	12,2	0,2 %
Irland	11	304	6,6	0,1 %
Italia	71	1 946	100,5	1,9 %
Japan	46	2 349	793,8	14,7 %
Korea	64	129	32,6	0,6 %
Nederland	58	4 521	151,3	2,8 %
New Zealand	31	571	14,0	0,3 %
Norge	13	488	55,4	1,0 %
Polen	33	226	22,7	0,4 %
Portugal	37	921	19,5	0,4 %
Sør Afrika	19	1 669	41,7	0,8 %
Spania	48	554	49,7	0,9 %
Sverige	29	1 482	158,8	2,9 %
Sveits	35	4 050	192,4	3,6 %
UK	294	21 012	377,2	7,0 %
USA	52	3 768	2 060,7	38,2 %
Globalt	1 302	62 569	5 389,1	100 %

Tabell 1 – Det globale markedet (IPD, 2012)

5.2.2 Eiendom som aktivaklasse

En aktivaklasse kan sees på som en gruppe med alternative investeringer med de samme egenskapene, som for eksempel statsobligasjoner, eiendom eller aksjer. I litteraturen finner vi følgende definisjon av en aktivaklasse (Greer, 1997):

«Eiendeler som bærer de samme økonomiske likhetene til hverandre, og har egenskaper som skiller de fra andre aktivaklasser som ikke er med i gruppen»

Litteraturen gir ingen klarere definisjon på grensene mellom aktivaklasser, og her ligger det rom for diskusjon. Uansett er aktivaklasser inntresant for en investor som ønsker å spre risiko. Dette gjøres ved å velge aktivaklasser med de egenskaper som passer best til appetitt

for risiko (Blackledge, 2009). En portefølje over flere aktivaklasser vil være mindre sårbar i nedgangstider. Oppturen i gode tider vil også være mindre, og en investor kan selv styre påtatt risiko i fordelingen.

En langsiktig investor velger normalt mellom tre aktivaklasser som vist i tabell 2. Alle har sine fordeler og ulemper, som må vurderes nærmere i hvert enkelt tilfelle.

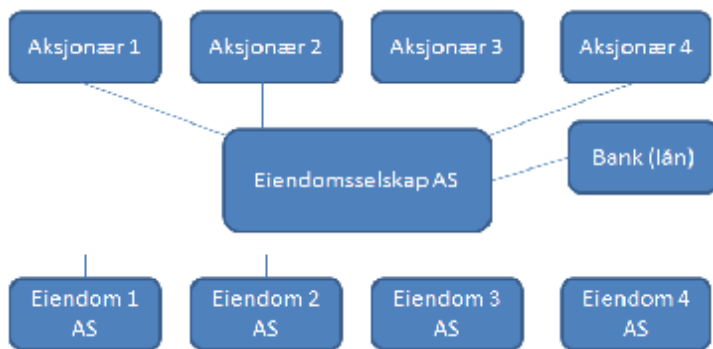
<i>Aktivaklasse</i>	<i>Fordel</i>	<i>Ulempe</i>
Aksjer	Lett omsettelige gjennom børs Verdivurderes ved hjelp av omsetning	Stor variasjon i ulike aksjer
Obligasjoner	Lav/ingen risiko	Lav avkastning
Eiendom	Investor velger selv risikograd Mulig å forutsi kontantstrøm i større grad enn aksjer	Langsiktig investering vil si at gevinst kan ikke realiseres umiddelbart. Høye kostnader forbundet til transaksjoner.

Tabell 2 – Ulike aktivaklasser (Mora, 2010)

En eiendomsinvestering kan gjøres på forskjellige måter, som passer ulike formål. Normalt skilles det mellom investering i eiendomsselskaper, direkte investering i eiendom og investering i eiendomsfond. Mora (2010) vurderer i sin masteroppgave risiko og avkastning i eiendomsinvesteringer på Oslo Børs. Oppgaven konkluderer med at alle tre metodene for eiendomsinvesteringer gir bedre avkastning for godtatt risiko enn aksjer. Sammenligningen er da gjort mot hovedindeksen til Oslo Børs i 2010. Spesielt gjelder det for årene frem til finanskrisen i 2007. Av figur 3 ser vi at hovedindeksen har en høyere avkastning etter 2010 når oppgaven til Mora ble skrevet.

Investering i eiendomsselskaper

Investeringen innebærer å kjøpe aksjer i selskaper som primært driver med forvaltning og utvikling av eiendom. Eiendomsselskapet står da som eier av eiendommene, og aksjonærene har sin andel i eiendomsselskapene.

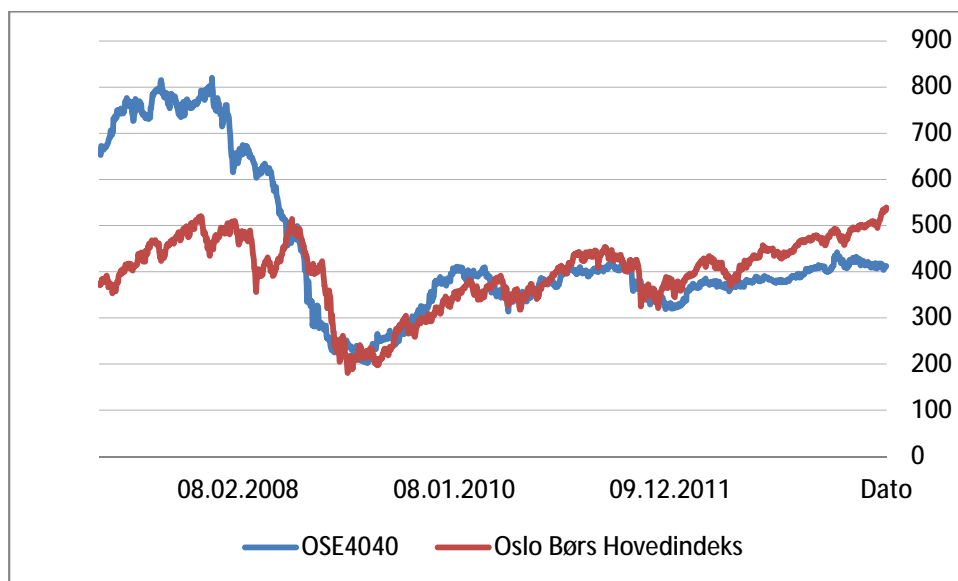


Figur 2 - Forenklet eksempel på struktur for eiendomsselskap

Som en måling på denne type investering kan OSE4040 indeksen brukes. Denne ble opprettet i 2001 med 5 års historikk (Oslo Børs, 2014) (Mora, 2010). Indeksen inkluderer seks børsnoterte eiendomsselskaper i Norge som nevnt under. Merk at denne ikke nødvendigvis gir et korrekt bilde, siden børsnoterte eiendomsselskaper utgjør en liten brøkdel av det totale markedet. Allikevel gir den en god indikasjon.

- § Borgestad ASA
- § Faktor Eiendom
- § Fornebu Utvikling
- § Northern Logistic Property
- § Norwegian Property ASA
- § Olav Thon Eiendomsselskap

Ved sammenligning av hovedindeksen til Oslo Børs og OSE4040 Real Estate, vises det at avkastningen har endret seg i perioden etter 2010. Figur 3 viser at OSE4040 har fulgt hovedindeksen siden finanskrisen i 2007, men så skjer det en forandring. Aksjemarkedet ser ut til å ha høyere avkastning for perioden etter.



Figur 3 – OSE4040 og Oslo Børs hovedindeks (Oslo Børs, 2014)

Direkte investering i eiendom

Av de tre formene for eiendomsinvestering kommer direkte investering best ut med tanke på avkastning og lav risiko (Mora, 2010). Denne type investering krever som regel at investor går inn med mye kapital for å kjøpe en hel eiendom. Foruten prisen av selve eiendommen vil det komme store kostnader forbundet med transaksjon(er) og forvaltning. Investering gjøres ikke gjennom børsen. Dette gir investor mulighet til å forutsi kontantstrømmen i stor grad gjennom eksisterende leiekontrakter, og nivå på vedlikehold. Bakdelen er at mye kapital blir bundet opp i et enkelt objekt, og det kan være utfordrende å finne riktig kjøper på ønsket tidspunkt.

For måling av direkte eiendomsinvesteringer blir det utarbeidet indekser av Investment Property Databank (IPD). IPD er en internasjonal aktør som utgir oppdaterte indekser for avkastning på investeringseiendom. De har gitt ut tall for det norske markedet siden 2000.

Investering i eiendomsfond

Å investere i eiendomsfond er mer fleksibelt enn direkte investeringer, og det er mulig å gå inn med mindre kapital. Fondet er som regel bygget opp i en diversifisert portefølje, for å minimere risiko til den enkelte investor (Kampli, 2004). Diversifisert portefølje betyr at investeringen er delt, og investor ikke er inne med alt i et prosjekt eller to. Investor kan som regel velge å gå ut av investeringen uten store kostnader forbundet med dette, hvis ikke fondet har spesielle regler.

Ulempen med eiendomsfond er at investor ikke har samme kontroll som ved direkte investering. Både strategi og valg av eiendommer faller med denne formen på fondsforvalter. I dag finnes det heller ingen indekser for å måle hvert enkelt fond. Grunnen til dette er at fondets struktur ofte kan variere stort. Det finnes også store variasjoner i bruk av gebyrer og belåningsgrad (giring) (Mora, 2010). Samtidig rapporterer fondene resultatet til markedet med verdivurderinger av eiendommene til grunn. Norske eiendomsfond er relativt nytt, men på sikt kan dette grunnlaget brukes for å sammenligne investeringer.

5.2.3 Ett transparent marked

Ett transparent marked betyr at stor grad av informasjon rundt eiendomsmarkedet er tilgjengelig. I verdivurdering av investeringseiendom kreves det stor tilgang på informasjon, og tilgangen avhenger av hvor transparent markedet er. Kvaliteten på arbeidet blir uansett ikke bedre enn datagrunnlaget som er lagt til grunn.

Investeringseiendom som aktivaklasse er mindre transparent enn aktivaklassene det sammenlignes med, som aksje- og obligasjonsmarkedet (Gukild, 2011). Hovedårsaken til dette er den relativt lave omsetningen av eiendom og tilgangen til informasjon ved hver transaksjon. Med høyere fokus på standardisering av verdivurdering vil også etterspørselen etter slike data øke. Dette fordi de nye standardene stiller krav til kvalitetssikring av informasjonen som brukes i verdivurderinger. I hvor stor grad internasjonale standarder har betydning for verdivurdering i Norge ble undersøkt i masteroppgaven til Gukild (2011). Han gjorde en spørreundersøkelse blant norske verdivurderere som inneholdt påstanden: «*Internasjonale eiendomsstandarder er av økende betydning for det globale markedet*». Mottakerne skulle si seg enig på en skala fra 1-10. Gjennomsnittet på 6,0 kan indikere en økende grad av dette i Norge. Samme spørreskjema inneholdt påstanden «*Norske verdivurderere har stor kunnskap om internasjonale standarder*» og hvor gjennomsnittet ble 4,0. Resultatet indikerer med det en økende grad av internasjonal standardisering, som aktørene i Norge ikke er forberedt på. Gukild forespurte 25 aktører, og fikk gjennomført intervju med 16. Grunnlaget regnes som bra, med størrelsen på det norske markedet i betraktning.

JLL - Global Transparency Index

Jones Lang Lasalle (JLL) lager hvert andre år en indeks (Global Transparency Index) hvor de rangerer land etter tilgangen på informasjon i eiendomsmarkedet. Indeksen rangerer landene etter en score i følgende fem hovedinndelinger. For komplett oversikt, se JLL (2014).

1. Måling av investeringer

I hvor stor grad blir det utgitt resultater som er oppnådd for eiendommene. Det kan dreie seg om faktiske eierkostnader, nivå på nye leiekontrakter, ledighet, osv.

2. Markeds fundament

Hvor mye informasjon rundt leiepriser, ledighet og sammenlignbare avkastningskrav som er tilgjengelig i markedet. I Norge har vi tilgang på flere markedsrapporter som samler slike tall. Det er opp til hver aktør å kvalitetssikre kildene som brukes i verdivurderingen.

3. Kvalitet og tilgang til data for børsnoterte investeringer

Hvor god rapportering som blir utgitt fra børsnoterte selskaper. For eksempel hvor ofte eiendommene verdivurderes, og hvilke parametere som rapporteres til markedet. Hvor lett omsettelige aksjene er spiller også inn.

4. Reguleringsplaner og juridisk usikkerhet

I ulike land varierer det hvor konsekvent skattelovgivningen brukes. Det kan også variere hvor langt bygningsmessige forskrifter strekkes, eller om de i det hele tatt eksisterer. Uklarheter her vil skape risiko for en eiendomsinvestor.

5. Transaksjonsprosessen

Det vil variere hvor mye informasjon som er tilgjengelig for eiendommer til salgs, og hvor rettferdige budrundene er. JLL tar høyde for profesjonaliteten hos meglere og transaksjonsadvokater. Hvor mye informasjon som blir overført til neste eier er også vurdert.

I henhold til denne indeksen kommer UK best ut, med USA på andre plass. USA og UK har til sammen en stor grad av markedet for investeringseiendom som vist i tabell 3. Japan med 14,7 % av markedet kommer på en 26. plass. I de første årene etter finanskrisen i 2007 fokuserte de fleste på overlevelse istedenfor utvikling, men indeksen for 2012 viser en stor forbedring. Spesielt da i sør-øst Europa og landene nedover på listen. Tallet til høyre for landet representerer score fra undersøkelsen, der lav score betyr god tilgang på informasjon.

Høyt transparente		Transparente	
1 USA	1,26	11 Hong Kong	1,76
2 UK	1,33	12 Tyskland	1,80
3 Australia	1,36	13 Singapore	1,85
4 Nederland	1,38	14 Danmark	1,86
5 New Zealand	1,48	15 Irland	1,96
6 Canada	1,56	16 Spania	2,06
7 Frankrike	1,57	17 Belgia	2,07
8 Finland	1,57	18 Norge	2,08
9 Sverige	1,66	19 Polen	2,11
10 Sveits	1,67	20 Italia	2,16
		21 Sør Afrika	2,18
		22 Østerrike	2,22
		23 Malaysia	2,32
		24 Tsjekia	2,34
		25 Japan	2,39
		26 Ungarn	2,53
		27 Brasil - Tier1	2,54
		28 Portugal	2,54

Tabell 3 - JLL Transparency Index 2012

I følge denne tabellen kommer Norge på en 18. plass, av totalt 86 rangerte land, og godt bak de andre nordiske landene. Norge befinner seg i samme kategori som Polen, Sør Afrika og Brasil. Denne kategorien klassifiseres som «semi-transparent». Om vi ser dypere på hvorfor Norge ikke topper listen, er det på grunn av en svært lav score på «markeds fundament». Her er vi på nivå med Tyrkia som er på 31. plass, og i kategorien «low transparency». I Norge ser det ikke ut til å være god nok tilgang på informasjon rundt leiepriser, ledighet, avkastningskrav og oppnådd avkastning. Dette er helt nødvendig for å få en god verdivurdering. Om verdivurderingen er av lav kvalitet, vil det igjen bety at «måling av investeringer» er unøyaktig. Selv om alle tallene blir flittig rapportert. Om «markeds fundament» hadde kommet opp på et godt nivå ville Norge vært i toppen av listen. Tilgang på informasjon om lovgivning rundt byggeprosessen og budgivning ser ut til å være på høyde med landene øverst på listen.

Indekser og tilgang til informasjon i eiendomsmarkedet

De siste årene har det kommet mer gratis informasjon som kan brukes i verdivurderinger. Dette er med på å gjøre ukjente markeder mer transparente, og senke risiko i en eiendomsinvestering. Den største kilden til informasjon er Investment Property Databank (IPD) som ble opprettet i 1985. IPD har vokst fra et lite selskap i UK til å bli en internasjonal

aktør som gir informasjon om eiendomsmarkedet verden rundt. Ved utgangen av 2012 hadde IPD registrert 489 eiendommer i Norge, med en total markedsverdi på NOK 118,2 milliarder som de baserer sine indekser på. Informasjonen har historie fra 1999 og informasjonen er gratis tilgjengelig fra deres nettsider (IPD, 2014). Rapporteringen er basert på markedsverdi av eiendommene og viser direkteavkastningen på disse.

I Norge har vi også flere selskaper som gir ut markedsrapporter med informasjon som kan brukes i verdivurderinger. For eksempel gir Akershus Eiendom, Union Næringsmegling, DNB Nor Næringsmegling, Eiendomsspar (Oslostudiet) Newsec og DTZ ut markedsrapporter opptil flere ganger årlig. Her tar de for seg status i Norsk økonomi og informerer om de seneste transaksjoner og oppnådde leiepriser. Fordelen med markedsrapporter er ferske eksempler på inngåtte avtaler. Samtidig mangler mye informasjon som bygningstype, alder, felleskostnader, etasje, lengde på leiekontrakt, osv. Tabell 4 under viser et eksempel tatt fra markedsrapporten til Akershus Eiendom. Som vist her er det bare 7 av 18 kontrakter som ikke er konfidensielle. Samtidig er det ingen informasjon utover leieprisen for lokalene.

Oslo Office Leasing Examples

Property/ location	Owner	Tenant	Floor space, m ²	Area	Rent, NOK/m ²
Bryggegate 7-9	Norwegian Property	P.D. Gram og Co.	550	Prime	4 000
Økernveien 94	Nordisk Areal	NAV	10 000	Økern	conf.
Ryensvingen 5-7	AVA Eiendom	Eaton Electronics	2 000	Ryen	conf.
Dronning Mauds gate 15	Eksportfinans	NN	1 100	Prime	3 500
Karenslyst Alle 49-53	Fram Management	Norske Skog	1600	Skøyen	conf.
Kjærbøvelen 12-26	Entra Eiendom	Asplan Viak	6 900	Sandvika	conf.
Lysaker Torg 35	Norwegian Property	NN	2 200	Lysaker	2 000
Drammensveien 169	DNB Næringselendom	Elkem	3 500	Skøyen	conf.
Munkedamsveien 35	Aberdeen Asset Management	DTZ	700	Prime	conf.
Kværnerhallen	OBOS	Amesto	3 500	Inner city east	conf.
Hasle Linje	Høegh Eiendom/AF Gruppen	Bymiljøetaten	9500	Økern	conf.
Rosenkrantz' gate 22	Lene AS	Econa	1000	CBD	conf.
Drammensveien 106	Eiendomsspar/Havfonn	NN	1350	Inner city west	2 400
Wergelandsveien 21	Aberdeen Asset Management	Capa Kinoreklame	950	CBD	conf.
Drammensveien 133	T. Klaveness Eiendom	Bygganalyse	800	Skøyen	conf.
Lysaker Torg 35	Norwegian Property	NN	2 100	Lysaker	2 000
Østensjøveien 27	NCC	NN	1 150	Heistyr-Bryn	1 900
Storgata 51	Eiendomsspar	Several public tenants	8500	CBD	1 800-1 900

Tabell 4 – Eksempler på inngåtte leieavtaler i Oslo (Akershus Eiendom, 2013)

Vi har en markedsrapport som skiller seg ut som kommer fra Arealstatistikk (tidligere Eiendomsverdi Næring). Dette er en betalingstjeneste som har avtaler med flere eiere, forvaltere, kommuner og rådgivere om deling av informasjon. Medlemmene sender inn informasjon om oppnådde leiepriser, lokasjon og forenklet tilstand på lokalet. Informasjonen er konfidensiell og blir kun brukt for å lage statistikk. På samme måte som de andre

markedsrapportene gir ikke denne informasjon utover dette. Men volumet av kontrakter til grunn for statistikken er stort.

5.3 Internasjonal standardisering

Vi har allerede vist at eiendomsinvesteringer blir gjort på tvers av landegrenser i stor grad (IPD, 2012). Med bedre tilgang på informasjon blir barrierer raskere brutt ned og investeringer kan i prinsippet gjøres over hele verden. Markedet har dermed etterspurt en type internasjonal standard for verdivurdering av investeringseiendom. Dette kapitlet tar for seg de største og mest vanlige standardene vi har i dag.

5.3.1 International Valuation Standards Council

International Valuation Standard Council (IVSC) er en uavhengig «non-profit» organisasjon som blant annet utarbeider International Valuation Standards (IVS). Flere internasjonale veiledere henviser videre til IVS (for eksempel Red Book), og bruker terminologien som er definert her. IVS tilpasses International Financing Reporting Standards (IFRS). Av standarder for regnskap har vi International Accounting Standards (IAS) som igjen refererer til investeringseiendom. Av aktuelle IAS standarder har vi IAS 40 (investeringseiendom) og IAS 16 (eiendom til eget bruk) (Bærug, 2012). Disse er henvist til i rapporten til Finanstilsynet (2010) flere ganger. Om verdivurderer følger anbefalingene i IVS, vil også kravene som er satt i IAS være fulgt.

IAS 40 - Investeringseiendom

Finanstilsynet (2010) sin rapport ble utgitt etter å ha gjennomgått flere verdivurderinger som ble brukt til periodisk rapportering for enkelte børsnoterte eiendomsselskaper i Norge. Observasjonene er så vurdert opp mot IAS 40 som beskriver hvordan investeringseiendom skal håndteres i regnskap. Rapporten konkluderer med at foretakene har forskjellig modellteknisk løsning. IAS 40 sier ingenting om hvilken regnemetode som skal brukes, og det observeres flere ulike versjoner av metoder som er basert på diskontert kontantstrøm. Modellene har også ulik grad av nøyaktighet. Etter Finanstilsynets mening er forenklinger lov, så lenge det kan vises til at de ikke har vesentlige innvirkning på resultatet.

I henhold til IAS 40.45 skal estimater på markedsleie baseres på faktiske observasjoner ved lignede kontrakter i lignede bygninger. Om det ikke er mulig å oppdrive dette kan det etter IAS 40.46 lages estimater som skal gjenspeile markedsverdien. Dette punktet legger opp til

en vurdering hos den enkelte verddivurderer, og kan dermed føre til ulikt resultat hos forskjellige aktører.

Hvordan risiko skal håndteres er ikke konkret definert i IAS 40. Verddivurderer kan dermed selv velge om risiko skal plasseres i kontantstrømmen eller om det skal inkluderes i diskonteringsrenten (IAS, 2009). Ved oppsetting av kontantstrømmen må verddivurderer ta stilling til om det er lagt inn risiko i grunnlaget som brukes. Tilgangen på data til verddivurderinger avhenger av hvor transparent markedet er.

Diskonteringsrente er en viktig faktor for en nåverdiberegning av en kontantstrøm. I henhold til IAS 40.46 c) skal denne reflektere markedsvurderinger, usikkerheten i beløpene og tidsplanen for kontantstrømmene. Verdien må ikke forveksles med «yield» som er et bredt uttrykk og blir brukt til mange formål. Finanstilsynet foreslår i sin rapport at eiendomsspesifikk risiko legges direkte inn i kontantstrømmen, da de ikke er kjent med en god metode for å gjøre dette med diskonteringsrente. Med eiendomsspesifikk risiko menes usystematisk risiko som beskrevet i kapittel 5.5.

Selv om IAS 40 ikke forteller noe om hvilken metode som bør benyttes, stiller IAS 40.75 krav til dokumentasjon på benyttet informasjon og forutsetninger i vurderingen. Tanken med det, er at det skal være mulig å sammenligne ulike verddivurderinger selv om de har brukt ulike beregningsmetoder. Det vil da også være mulig å etterprøve verddivurderingene. Finanstilsynet har blant annet observert to ulike verddivurderinger av samme bygg som har lagt til grunn 50 % avvik i markedsleie og 2,5 % forskjell i diskonteringsrenten. Allikevel var avviket på byggenes markedsverdi i de to vurderingene mindre enn 10 % (Finanstilsynet, 2010). Dette tyder på at aktørene har forskjellige metoder for å behandle grunnlaget på, som igjen gjør det vanskelig å sammenligne to vurderinger.

5.3.2 RICS

The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) har historie helt tilbake fra 1792 da “Surveyors Club” ble etablert. I dag er RICS en verdensomspennende organisasjon med over 100.000 medlemmer som utgir standarder for forskjellige tjenester innen eiendom. Visjonen til RICS er å være en ledende kunnskapsorganisasjon som utgir beste praksis for eiendom- og konstruksjonsrelaterte fag (RICS, 2014).

For denne oppgaven er det spesielt RICS Valuation - Professional Standards (Red Book) som er interessant. Denne er utgitt for å standardisere praksis for verddivurdering av

investeringseiendom på internasjonal basis. Red book er tett integrert med IVS, og RICS er sponsor av IVSC. Med mars 2012 utgaven av Red Book ble for første gang alle IVS standarder, som utgjør totalt 128 sider, publisert som vedlegg i standarden. Red Book kan i dag sees på som en veileder til IVS standardene (Banfield, 2012).

Red Book forteller heller ikke konkret hvordan investeringseiendom skal verdivurderes, men gir retningslinjer for etikk, terminologi, etc. En kunde som bestiller verdivurdering av en RICS sertifisert verdivurderer skal få en objektiv, konsistent og uavhengig vurdering. Red Book blir kontinuerlig oppdatert og per i dag er utgaven av 6. januar 2014 den nyeste. Den første utgaven kom i 1980. Standarden definerer (Banfield, 2012, s. 1) (Blackledge, 2009);

- § Kriteria for å vurdere om medlemmer av RICS er kvalifisert for verdivurdering
- § Nødvendige steg for å ivareta uavhengighet hos verdivurderer
- § Forutsetninger som må gjøres ved bestilling av verdivurdering
- § Grunnlaget for vurdering, forutsetninger og anvendt materiale i vurderingen
- § Minimum innhold i endelig rapport
- § Saker som må avklares ved avhengighet til tredje parts informasjon

Selv om ikke Red Book gir direkte instruksjoner for hvordan en verdivurdering skal gjøres, så finnes det flere «veilednings notater» som er mulig å støtte seg på. Disse inneholder også eksempler av tilfeller som bensinstasjoner, barer, utviklingseiendom, etc. Red Book lar det være opp til hver enkelt å velge å ta avgjørelser i hvert tilfelle. Av land som aktivt bruker Red Book i dag har vi blant annet UK, USA, Danmark og India (Banfield, 2012).

5.3.3 TEGoVA

The European Group of Valuers` Association (TEGoVA) er en annen organisasjon som jobber med standardisering for verdivurdering av investeringseiendom. TEGoVA ble opprettet som det er i dag i 1997, og hovedmålet er (TEGoVA, 2014).;

- Etablering og spredning av harmoniserte standarder for verdivurderingspraksis
- Utdanning og kvalifisering av verdivurderere
- Eierstyring og etikk for verdivurderere.

Organisasjonen er mye utbredt i Tyskland, men begynner også å bli kjent i resten av Europa. Under andre navn har TEGoVA utgitt standarder for verdivurdering siden 1980-tallet (TEGoVA, 2014). TEGoVA har utviklet European Valuation Standard (EVS) (også kalt Blue

Book). Til motsetning fra IVS, er denne spesifikk for Europa, og den inneholder samme terminologi som IVS. For Blue Book utarbeides det også kontinuerlig veiledningsnotater.

For en som praktiserer Blue Book er det mulig å søke TEGoVA om status som Recognised European Valuer (REV). REV stiller da krav til utdanning og erfaring, og skal være et kvalitetsstempel. Som sertifisert REV skal personen kjenne EVS, og utforme sine verdivurderinger etter denne praksis. Norges TakseringsForbund er medlem av TEGoVA, og tilbyr kurs basert på TEGoVA sine retningslinjer.

5.4 Terminologi

Bærug (2012) skriver at norsk terminologi blir brukt forskjellig på grunn av ulik bakgrunn hos aktørene som jobber med verdivurdering. Dette er igjen bekreftet i masteroppgaven til Halseth (2012). Hovedsakelig deles de inn i teknisk- og økonomisk orienterte. Kompendiet til Bærug diskuterer også noen begreper som kjøpsyield og markedsyield. Kildene til dette er hentet fra magasinet NæringsEiendom, og kan ikke regnes som godt etablerte begreper. På verdensbasis brukes International Valuation Standards (IVS) som definerer de mest brukte begrepene. Denne standarden inneholder en egen ordliste som blir oppdatert i hver utgivelse. Alle begrepene kan også til enhver tid sees på hjemmesidene til International Valuation Standards Council (IVSC), som utarbeider IVS. Denne er lagt ved i vedlegg 3. Noen av de viktigste termene er diskutert under.

5.4.1 Markedsverdi

Markedsverdi er kanskje den mest kjente verdien når det snakkes om verdivurdering av eiendom. Dette er ofte tallet med to streker under. Allikevel finnes det fler verdier, som for eksempel bruksverdi (value in use), termineringsverdi (terminal value) og spesiell verdi (special value). Definisjonen av disse kan sees i vedlegg 3, men er ikke nødvendig for videre lesning. Om definisjonen til IVS (og EVS) om markedsverdi oversettes ordrett til norsk blir den som følgende;

«Estimert beløp som en eiendel, eller gjeld, bør overtas for på måletidspunktet mellom en villig kjøper og en selger i en transaksjon på armlengdes avstand, etter riktig markedsføring og hvor partene har handlet kompetent, forsiktig og uten tvang»

Formuleringen inneholder også ordet måletidspunkt (valuation date). Denne skal inneholde dato og tidspunkt for beregnet markedsverdi. En transaksjon kan gå over lang tid, og

forutsetningene for beregningen kan fort endre seg. Markedsverdi kan også kalles «fair value» (Banfield, 2012).

5.4.2 Investeringseiendom

Definisjonen av investeringseiendom tas også ut fra IVS. I prinsippet dekker denne alt fra små utleieboliger til større kontorbygg. Samtidig utelukker den bygninger til eget bruk, som for eksempel fabrikker som eies av brukere. Oversatt definisjon fra IVS:

«Eiendom som er land eller en bygning, eller deler av en bygning, eller begge deler, holdt av eieren for å opptjene leieinntekter eller verdistigning, eller begge deler, men ikke:

a) bruk i produksjon eller levering av varer eller tjenester eller for administrative formål, eller

b) salg som i den ordinære driften»

Enkelte steder i norsk litteratur om verdivurdering har ordet næringseiendom blitt brukt (Selmer, 2010) (Halseth, 2012) (Bærug, 2012). Investeringseiendom som definisjon er mer passende enn næringseiendom, da også utleieboliger er noe som kan verdivurderes. Ordet næringseiendom inkluderer også eiendom som eies av bruker og er uten leieinntekter, til motsetning fra investeringseiendom.

5.4.3 Markedsleie

For å ta stilling til eiendommens verdi, bør verdivurderer ha et godt forhold til hva som er markedsleie for eiendommen. Riktig markedsleie vil kunne si om eiendommen er overleid, eller underleid. Med andre ord; om dagens leiepriser er høyere eller lavere enn leien som ligger i dagens leiekontrakter. Markedsleie skal estimeres for ledige lokaler, og ved utløp av eksisterende kontrakter. IVS sin definisjon av markedsleie (market rent) er denne:

«Estimert beløp en interesse i fast eiendom bør leies på måletidspunktet mellom en villig utleier og en villig leietaker på egnede leievilkår i en transaksjon på armlengdes avstand, etter riktig markedsføring og hvor partene har handlet kompetent, forsiktig og uten tvang»

På samme måte som markedsverdi, er også markedsleie knyttet til et måletidspunkt. Leiepriser reguleres gjerne hvert år, og en verdi som brukes langt frem i tid bør justeres for inflasjon.

5.4.4 Yield

Et ord som fremkommer mye i verdivurdering, og som er uklart definert i IVS, er ordet yield. Selmer (2010) konkluderer i sin masteroppgave, etter en spørreundersøkelse, med at yield har mange forskjellige betydninger blant norske aktører. Yield er et forenklet begrep og vi har for eksempel, brutto yield, netto yield, prime yield, kontraktsyield, exit yield og markedsyield. IVS har valgt følgende beskrivelse av yield:

«Avkastningen på en investering. Vanligvis uttrykt årlig som en prosentsats basert på en investering kostnad, dagens markedsverdi eller dens bokførte verdi. Ofte brukt med et kvalifiserende ord eller en setning»

Som det det kan sees av definisjonen er det mulig å legge til grunn ulik verdi for bygningen. Investeringskostnad kan avvike mye fra markedsverdi etter noen år. Dermed er ikke yield et entydig begrep. Formlene nedenfor viser et eksempel på hvordan yield i prinsippet kan regnes ut (Blackledge, 2009).

$$\text{Markedsverdi} = \frac{\text{Netto inntekter}}{\text{Yield}}$$

$$\text{Yield} = \frac{\text{Netto inntekter}}{\text{Markedsverdi}}$$

Mer konkret har IVS definert flere ulike versjoner av yield. For komplett oversikt, se vedlegg 3. Initial yield kan være nærliggende det mange først tenker på med ordet yield, og IVS sin definisjon er som under:

«Den initiale inntekten fra en investering delt på prisen betalt for investeringen, som uttrykkes i prosent»

«Den initiale inntekten» er byggets løpende inntekter i første periode. Normalt er måltall oppgitt per år (og per m²), så det mest praktiske vil ofte være å bruke en årlig syklus som grunnlag. IVS pålegger ikke noen å bruke årlige syklus i beregningen, men den beskriver at det normalt gjøres på denne måten.

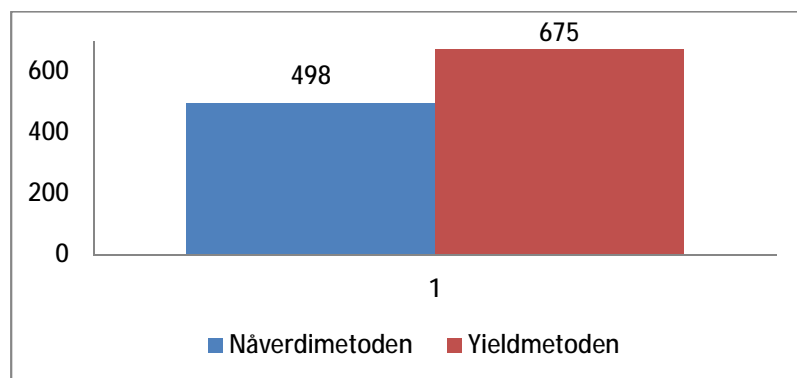
Om yield kun sees på som inntekter i år 1, vil ikke regnestykket reflektere eiendommens kontantstrøm over tid (Basale, 2013). Oppbygning av yield vil være som vist under, om all risiko fjernes fra kontantstrømmen. Betydningen av initial yield og nåverdimetoden illustreres best med et eksempel.

Yieldmetoden:

$$Verdi = \frac{3000 \frac{\text{kr}}{\text{m}^2} * 15000 \text{m}^2 * 90 \%}{6 \%} = 675 \text{ MNOK}$$

Nåverdimetoden:

$$Verdi = \frac{3000 \frac{\text{kr}}{\text{m}^2} * 15000 \text{m}^2 * 90 \%}{6 \%} - \frac{4000 \frac{\text{kr}}{\text{m}^2} * 15000 \text{m}^2 \%}{(1+6 \%)^5 - 1} = 498 \text{ MNOK}$$

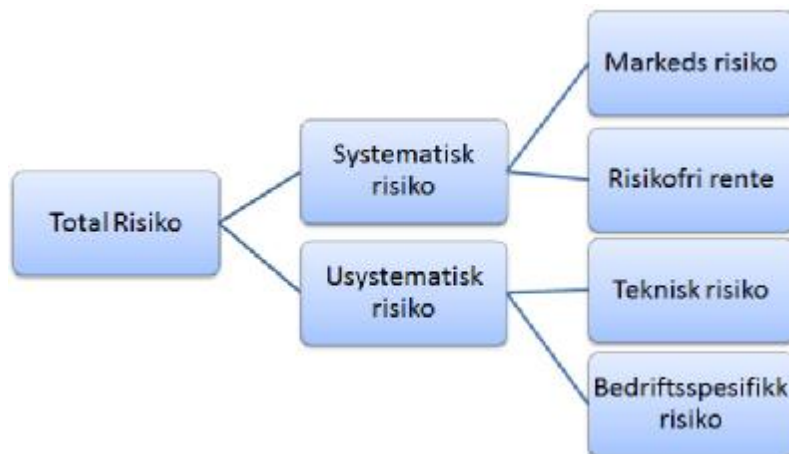


Figur 4 Yield og nåverdimetoden, regneeksempel (Basale, 2013)

Begge beregningene tar for seg et bygg på 15 000 m², med en ledighet på 10 % og avkastningskrav på 6 %. Som en forenkling er markedsleie, satt lik kontraktsleie, og utgjør 3000 kr/m² for hele bygget. Det siste regnestykket med nåverdimetoden tar hensyn til en leietagertilpasning 5 år frem i tid. Prisen på leietagertilpasningen er satt til 4000 kr/m². Som vist er utslaget at eiendommens verdi har sunket med 26 % ved bruk av nåverdimetoden. Årsaken til dette er kun leietagertilpasningen. Om markedsverdi skulle blitt beregnet med yieldmetoden, burde avkastningskravet reflektert denne. I så fall ville avkastningskravet vært 8,13 % for å få samme verdi som med nåverdimetoden.

5.5 Risiko ved eiendomsinvesteringer

I teorien kan risiko deles opp i to hovedgrupper; systematisk risiko og usystematisk risiko (Baum & Crosby, 2008, s. 51) (Basale, 2013). Den systematiske risikoen er noe alle eiendomsinvesteringer påtar seg, og er ikke direkte knyttet til det spesifikke objektet. Denne hovedgruppen skal gjenspeile svingning i markedet. Usystematisk risiko er det som kan knyttes direkte til objektet, som teknisk risiko og bedriftsspesifikk risiko hos leietagere. Også kalt eiendomsspesifikk risiko. Hva disse gruppene inneholder er beskrevet i kapitlene under.



Figur 5 – Risiko ved investering i eiendom

5.5.1 Teknisk risiko

Teknisk risiko er ikke bare forbundet med kostnader for vedlikehold, men også fleksibilitet og generalitet i forhold til fremtidig utvikling og leietagertilpasninger. For eksempel kan det være ressurskrevende å tilpasse et gammelt bygg til nye moderne krav fra leietager. et annet brukt ord er eiendomsspesifikke faktorer. For å ha en mening om dette bør verdivurderer ta stilling til påvirkningen for alder, størrelse, tilstand, spesifikasjoner, og konfigurasjon (Wyatt, 2007). I en verdivurdering må det ofte tas hensyn til kostnader på et tidlig tidspunkt når lite informasjon er tilgjengelig. Gjerne før prosjektering. Fasen prosjektet befinner seg i kan kalles «programmering» på dette stadiet (Austeng & Hugsted, 1995). Tabell 5 viser inndelingen av prosjektets faser med forslag til kalkylemetode. Merk at det også finnes flere kalkylemetoder som er mulig å bruke, som for eksempel lønnsomhetsmetoden.

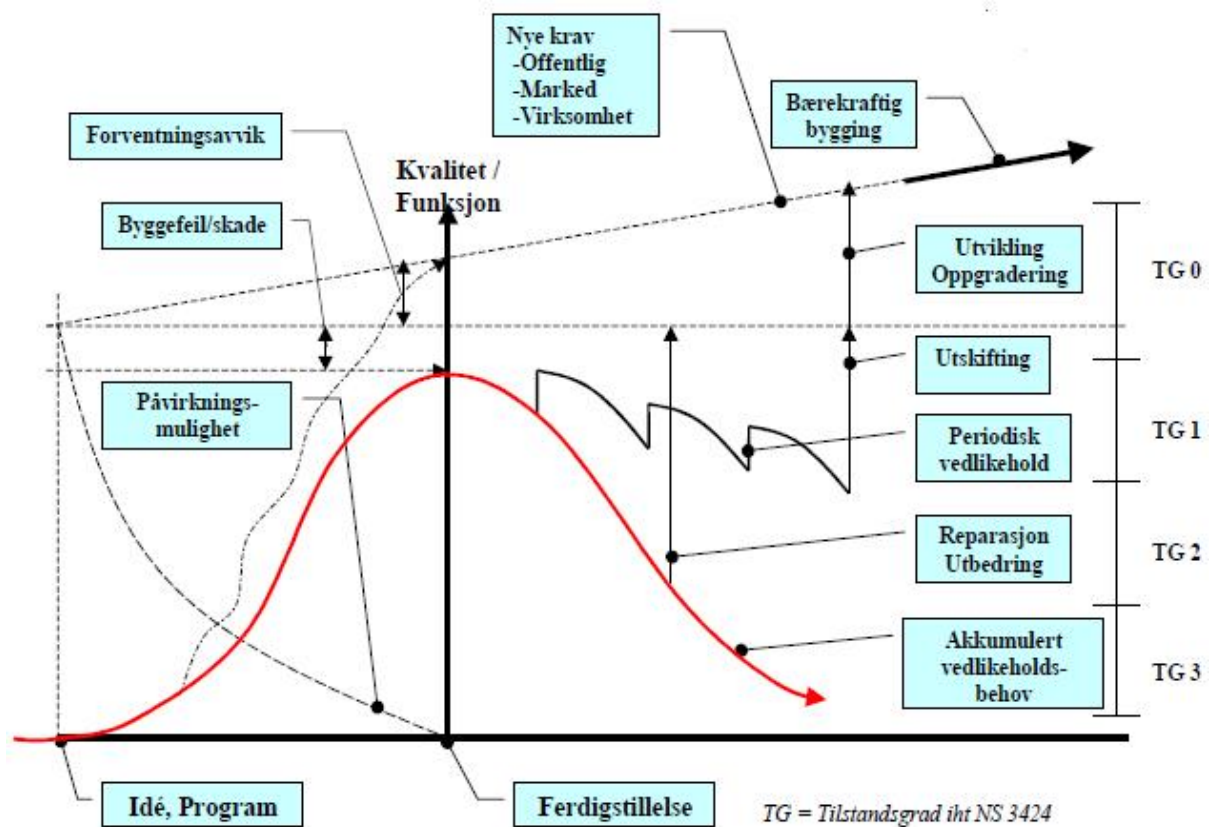
<i>Fase</i>	<i>Kalkylemetode</i>	<i>Grunnlag</i>
Programmering	Arealkostnadsmetoden	Kr/m2 på basis av tilsvarende bygg
Prosjektering	Veiet	Kr/m2 for forskjellige arealtyper
Forprosjekt	Arealkostnadsmetoden	Erfaringstall fra utførte bygg
Hovedprosjekt	Bygningsdelmetoden	
Detaljprosjekt	Bygningsdelmetoden	-
Kontrahering	Anbudskalkulasjon	Oppdeling etter NS 3420 og NS 3421. Tilbud fra utførende

Tabell 5 – Vanlige kalkylemetoder knyttet til byggeprosessen (Austeng & Hugsted, 1995)

Arealkostnadsmetoden er mye brukt ved verdivurdering av investeringseiendom. Usikkerheten som er forbundet med estimert kostnad kan tas hensyn til ved å sette av et fast beløp for usikkerhet, for eksempel 10 eller 20 % av totalen. En annen metode er å ta i bruk statistiske metoder for å finne forventet standardavvik. Om dette gjøres riktig, vil det gi et klarere bilde av variansen som kan forekomme ved estimering. Faktisk kostnad bør kunne slå begge veier i hensyn til estimert verdi.

Bygningens livssyklus

I dag er det blitt vanlig å snakke om livssyklusplanlegging og livssyklus kostnader for bygninger (Life Cycle Cost (LCC)) (Haugen, 2008). Kostnadene i eiendommens livssyklus inkluderer oppføring, bruk og avhending av en bygningsdel eller byggverk (StandardNorge, 2013). Det vil si at byggherre også kan ha et forhold til hva det koster å vedlikeholde bygget og kostnaden med å rive det til slutt. Ikke bare investeringen som er forbundet med oppføring av bygget. I en verdivurdering er det ofte vedlikeholdskostnadene som er interessante. Disse kostnadene kan være delt opp i forvaltning, drift og vedlikehold (FDV). Oppføringskostnaden er ikke like relevant, da det som regel er bygg i drift som verdivurderes.

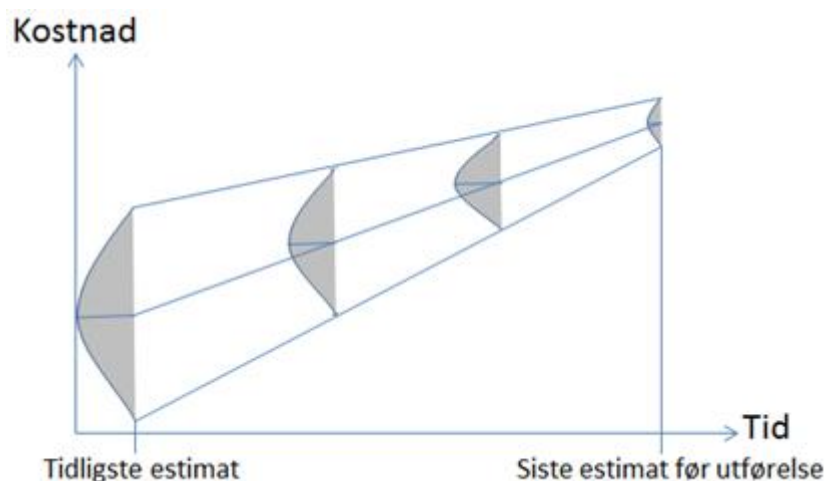


Figur 6 – Livsløpet til bygninger (Bjørberg, 2003)

NS 3454 Livssyklus kostnader for byggverk – Prinsipper og struktur inneholder kalkulasjonsmetodikk og kostnadsoppstilling for en LCC-beregning. LCC beregningen bør gjøres tidlig under prosjekteringen for å kunne velge løsninger som gir bygningen så høy kvalitet og lav total kostnad som mulig. Av figur 6, ser vi at påvirkningsmuligheten synker hurtig over tid. Derfor kan en LCC analyse bedre valgene som blir gjort tidlig i prosjektet, da påvirkningsmuligheten er størst. Levetiden til de ulike materialene blir vektlagt, og ikke bare kostnaden for anskaffelse. I tillegg kan ulike tekniske løsninger modelleres for å se hva som er mest lønnsomt. Statsbygg er ledende i Norge på dette feltet, og lager beregninger for alle sine nye prosjekter. NS 3454 støtter også opp under § 6 i Lov om offentlige anskaffelser som stiller krav til beslutningsgrunnlaget i prosjekter. Videre kan grunnlaget være mulig å bruke som input i en verdivurdering. Statsbygg bruker det allerede for å utarbeide budsjetter og estimere leiepriser. På hjemmesidene til Statsbygg er det mulig å laste ned nøkkeltall for alle FDV-kostnader (Statsbygg, 2014).

Systematisk underestimering av kostnader

Å utføre en verdivurdering kan kreve å estimere kostnader relativt langt frem i tid. Naturligvis vil da den virkelige kostnaden ha et visst avvik i forhold til estimatet. Det er rimelig å anta at kostnadene lengst frem i tid, er forbundet med størst usikkerhet på grunn av at tilgangen på informasjon er mindre. Samset (2008) viser at kostnadsestimatet har en tendens til å øke over tid. Fenomenet kaller han *systematisk underestimering* av kostnader. Han viser i sin bok hvordan dette går igjen på flere større prosjekter hvor kostnadsbilde 10-doblet seg over 15 år. Årsaken til at estimert kostnad øker over tid er at tilgangen til informasjon blir større. Det grå feltet i figur 7 viser hvordan risiko synker etter hvert som tilgangen på informasjon øker. Samtidig øker kostnadsestimatet. Mye forskning har allerede vist at flere prosjekt ender med kostnadsoverskridelser, enn de som gjennomføres innen budsjett (Samset, 2008). et kjennetegn ved alle prosjekter er at de er ulike (Rolstadås, 1997). Derfor kan ikke nøkkeltall brukes ukritisk som grunnlag i en analyse.



Figur 7 – Kostnadsestimat på 4 tidspunkt (Samset, 2008)

Trinnvis kalkulasjon som metode

For å gi et bedre estimat av kostnaden i større prosjekter, er det mulig å angi en usikkerhet til estimatet. For eksempel at leietagertilpasningen vil ha en kostnad på 20 millioner kroner +/- 15 prosent. Trinnvis kalkulasjon er et tema som er skrevet grundig om tidligere. I dette kapitlet gis det en introduksjon til hvilken nytte metoden har for verdivurdering. For nærmere beskrivelse henvises det til oppgavens referanser. Drevland, Austeng, and Torp (2005) konkluderer i sin forskningsrapport med at bruk av trinnvis kalkulasjon gir vesentlig bedre estimater, sammenlignet med vanlig enkelt estimat med påslag for usikkerhet. Metoden består hovedsakelig av 6 trinn (Austeng & Hugsted, 1995);

1. Definisjon av kalkyleobjekt. Hva omfatter prosjektet?
2. Oppdeling av antall poster. Disse må være uavhengige av hverandre for at utregningen skal bli riktig. Postene deles etter top-down prinsippet, som vil si at store elementer deles i mindre for mer oversikt.
3. Kalkulasjon av hver post, med 3 estimerte verdier etter 10/90 fordeling. De tre estimatene er;
 - a. Høyeste anslag som prosjektet vil holde seg under med 90 % sannsynlighet
 - b. Mest sannsynlig kostnad for prosjektet
 - c. Laveste anslag som prosjektet vil holde seg under med 10 % sannsynlighet
4. Beregne forventningsverdi for postene hver for seg, og samlet. Samt beregne standardavvik for alle verdiene.
5. Undersøke posten med mest spredning, og dele den opp ytterligere om mulig. Hvis ikke mulig, så bør det vurderes om fagfolk skal involveres. Gjenta 3 og 4.
6. Vurderer sluttresultat på nytt. Er spredningen akseptabel, så kan estimatet brukes.

For beregning av forventet verdi etter 10/90 kvantilen brukes formlene under etter Erlangfordelingen (Austeng & Hugsted, 1995) (Drevland et al., 2005).

$$E = \frac{n + 0,42s + \varnothing}{2,42}$$

$$\sigma = \frac{\varnothing - n}{2,53}$$

E = estimert kostnad fra beregning

s = sannsynlig verdi (toppen av normalfordelingskurven)

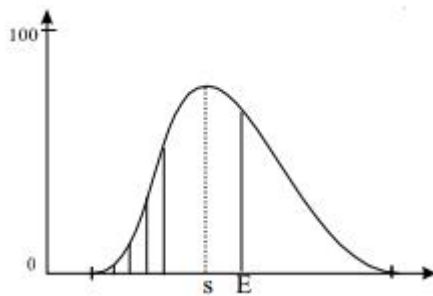
n = nedre estimat (10 % kvantilen)

\varnothing = øvre estimat (90 % kvantilen)

σ = standardavvik ($\sqrt{\text{Var}}$)

Nedre estimat etter 10/90 fordeling betyr hva prosjektet vil koste, med 90 % sannsynlighet for overskridelse. Videre er øvre estimat hva prosjektet koster med 10 % sannsynlighet for overskridelse. Denne 10/90 fordelingen er konkludert med å passe best i de fleste tilfeller (Drevland, 2005). På 1990-tallet bruktes også 1/99 fordeling, men da er det vanskeligere å finne relevante erfaringstall. Anslagene skal være kvalifisert gjetning, helst utført av flere personer med relevant erfaring. Standardavviket representerer variansen til estimatet, og det

er etter teorien 68 % sannsynlig at kostnaden vil holde seg innenfor et standardavvik fra estimert verdi (Austeng & Hugsted, 1995).



Figur 8 – Estimert prosjektkostnad med trinnvis kalkulasjon

Figuren over viser et eksempel hvor øvre estimat er lenger fra sannsynlig verdi enn nedre estimat. Dette fører til at kurven heller til høyre, og viser at det er større sannsynlighet for overskridelser enn at prosjektet går innenfor budsjett. Estimert verdi (E) er derfor justert for denne effekten.

Eksempel på trinnvis kalkulasjon er lagt ved i vedlegg 4.

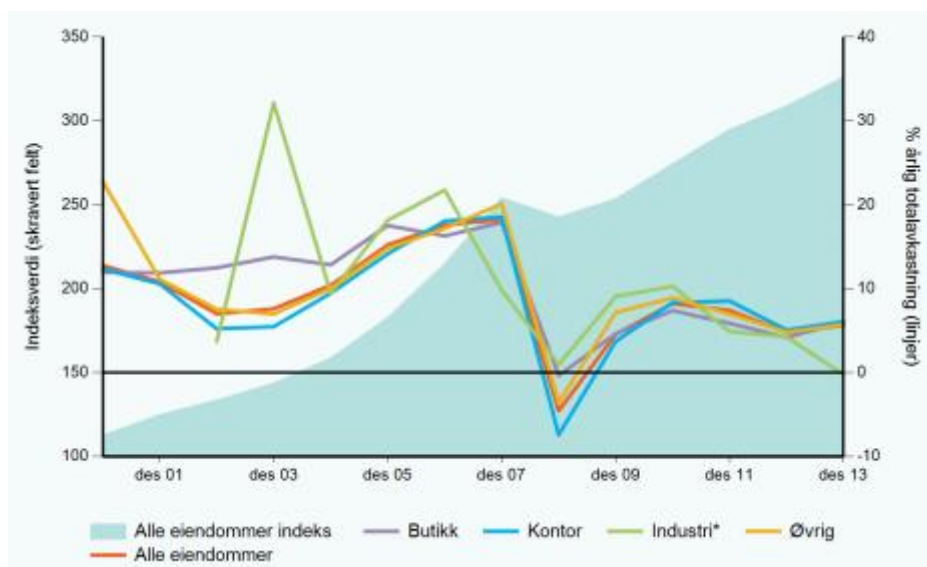
5.5.2 Bedriftsspesifikk risiko

Forhold hos den enkelte leietager bør også tas hensyn til i en verdivurdering. Om eiendommen leies ut til en leietager som er lite påvirkelig for markedssvingninger er dette gunstig. Vurdering av leietager kan gjøres ved å forta en kredittvurdering. I Norge finnes det flere bedrifter som har spesialisert seg på dette. For eksempel kan kredittvurderinger gjøres etter Standard and Poor's system. Det vi si at bedrifter gis en score fra AAA til C, hvor AAA er den høyeste (P, 2014). I praksis vil ofte statlige bedrifter oppnå den høyest scoren. Vurderingen tar for seg betalingsevne, personer i selskapet, regnskaper, osv. et annet system er Commercial Delphi hvor bedriften får en score fra 0 til 1000. En enklere, rimeligere og raskere løsning er at verdivurderer selv tar vurderingen. Regnskapet til de fleste bedrifter kan enkelt sees på www.proff.no helt gratis. Derfra kan det gjøres egne vurderinger etter bransje, etc.

5.5.3 Markedsrisiko

Markedsrisiko er systematisk risiko som påvirker lønnsomheten til alle selskaper. Denne tar hensyn til svingningene som normalt finnes i markedet. Et nylig eksempel er finanskrisen som kom i 2007. Bærug (2012) anbefaler å legge denne risikoen i avkastningskravet med et påslag på 0-2 %. Risikoen kan slå ut som variasjon på både leiepriser og kostnader som er

forbundet med vedlikehold og utvikling. For eksempel om prisen på stål øker med 50 % vil det kunne slå ut på byggekostnaden. Det kan også komme nye tekniske krav fra myndighetene som gjør det rimeligere eller dyrere å bygge. Betalingsevnen til leietagere vil også være påvirkelig for markedet generelt, og noen leietagere i større grad enn andre. Under finanskrisen i 2007 ble betalingsevnen svekket hos mange bedrifter. Virkningene slår direkte inn på resultatet til eiendomsinvesteringer som vist i figuren under. Inntektene fra leietagere blir mindre sikre, og kanskje lånerentene øker. Etter 2007 hadde investering i eiendom en gjennomsnittlig negativ avkastning over cirka ett år. Det er vanskelig (kanskje umulig) å forutsi disse variasjonene, så det bør tas hensyn for i en risikopremie.



Figur 9 – Årlig avkastning på norsk investeringseiendom, 2001-2013 (IPD, 2014)

5.5.4 Risikofri rente

Enhver investor står fritt til å velge en alternativ investering uten risiko. Dette kan for eksempel være statsobligasjoner eller bankinnskudd (Selmer, 2010). Siden denne plasseringen ikke vil være forbundet med risiko, bør investor ha risikopremie for andre investeringer. I teorien brukes risikofri rente som grunnlag, før det legges til påslag som markedsrisiko og teknisk risiko (Blackledge, 2009). Litteraturen sier ikke noe om hva som er riktig å velge for hvert tilfelle, men dagens praksis vil bli undersøkt nærmere under intervjuene. IVS (2014) sin definisjon av risikofri rente lyder som følger:

«Avkastningen tilgjengelig i markedet på en investering uten risiko for mislighold»

Om verdivurderer følger denne definisjonen må arbeidet gjøres med å finne riktig rente i hvert tilfelle. Selmer (2010) undersøkte i sitt studie hvilken rente som var mest brukt blant norsk aktører. Utvalget til Selmer svarte som følger:

<i>Alternativ</i>	<i>Respondenter som benytter</i>	<i>Prosent som benytter</i>	<i>Rente per 13.6.2014 (oslobors.no, 2014) (Norges Bank, 2014)</i>
10 år swap rente	14	43,8 %	2,94 %
10 års statsobligasjonsrente	13	40,6 %	2,65 %
5 års swap rente	2	6,3 %	2,32 %
3 måneders nibor	1	3,1 %	1,82 %
Vet ikke	2	6,3 %	
Totalt	32	100 %	

Tabell 6 – Risikofri rente (Selmer, 2010)

At til sammen 84,4 % bruker 10 års renter, samsvarer med at investering i eiendom normalt er en langsiktig investering. Studie går ikke nærmere inn på hvorfor enkelte har brukt 5 års renter, eller forskjellen på swap og statsobligasjonsrente. Fra tabellen ser vi at det er store variasjoner etter hvilken rente som velges. Etter IVS sin definisjon så skal det velges den risikofrie rente som er tilgjengelig i markedet. Per i dag er det 10 års SWAP rente som er mest gunstig på 2,94 %.

5.5.5 Eiendommens restverdi

Ved vurdering av dagens markedsverdi, kan forventet restverdi være av stor betydning. Verdien kan enten være positiv eller negativ, ettersom det forventes videre utleie eller rivning av bygget. IVS har definert restverdi (salvage value), og har følgende definisjon:

«Verdien av en eiendel som har nådd slutten av sin levetid for formålet den ble oppsatt for. Eiendelen kan fortsatt ha verdi for en alternativ bruk eller for gjenvinning»

Da en eiendomsinvestering normalt er med lang tidshorisont, kan det være naturlig å ta høyde for endringer i markedsyield over tid. Størrelsen på disse endringene er allerede vist i figur 9. Finanstilsynet (2010) anbefaler også i sin rapport at det tas høyde for markedets sykluser i en verdivurdering.

Blackledge (2009) forklarer at det er naturlig å legge til et påslag i exit-yield for bygningens tekniske verdi og markedssvingninger. Exit-yield beskrives her som et avkastningskrav som er knyttet til inntektene i det året eiendommen skal avhendes. Videre så skrives det at den bør være omtrent 1 % høyere enn initial yield. Årsaken til dette er å ta høyde for langsiktig markedsrisiko, og utfordringen med å finne riktig kjøper til rett tidspunkt. I tillegg skal det tas høyde for bygningens forfall, og at bygningens funksjoner blir utdaterte. Jo lengere frem i tid restverdien estimeres for, jo mer risiko er det knyttet til verdien. Årsaken til det er at vi har lite informasjon om markedet langt frem i tid.

Karlson (2003) gjorde en undersøkelse som så på hvordan yield ble brukt i praksis. Undersøkelsen ble gjort i form av 67 intervjuer med personer som jobbet med verdivurdering i Sverige. Her kommer det frem rimelig ulik tolkning av yield begrepet, og varierende praksis hos de svenske aktørene. Enkelte plasserer risiko i avkastningskravet, og andre plasserer det i kontantstrømmen. Noen også begge deler, eller gir uklare svar. Undersøkelsen viser at 53 % av aktørene bruker data fra markedet til å vurdere en exit-yield, justert med en intern modell for hver enkelt eiendom. Samtidig svarer 75 % av aktørene nei på spørsmålet: «*Er exit yield godt knyttet til eiendommens ytelse?*». Som vist i masteroppgaven til Skinderhaug and Fagerli (2010) har exit-yield en stor betydning for verdien. Spesielt om horisonten på analysen er kort, som for eksempel 5 år. Tabellen under demonstrerer effekten av å bruke 1 % høyere avkastningskrav på restverdien. Ved å gå fra 6 til 7 % så synker estimert markedsverdi med 9,3 %.

NV 10 år med exit-yield 7%	355 814 301									
NV 10 år med exit-yield 6%	388 773 806									
Differansen ulik exit-yield	9,3 %									
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Leieinntekter (kr/m ²)	2 200	2 266	2 334	2 404	2 476	2 550	2 627	2 706	2 787	2 871
Eierkostnader (kr/m ²)	300	309	318	328	338	348	358	369	380	391
Netto inntekt (kr/m ²)	1 900	1 957	2 016	2 076	2 138	2 203	2 269	2 337	2 407	2 479
Totalt leie	19 000 000	19 570 000	20 157 100	20 761 813	21 384 667	22 026 207	22 686 994	23 367 603	24 068 632	24 790 690
RV med exit-yield 7 %										354 152 721
RV med exit-yield 6 %										413 178 175
Kontantstrøm exit yield 7 %	19 000 000	19 570 000	20 157 100	20 761 813	21 384 667	22 026 207	22 686 994	23 367 603	24 068 632	378 943 412
Kontantstrøm exit yield 6 %	19 000 000	19 570 000	20 157 100	20 761 813	21 384 667	22 026 207	22 686 994	23 367 603	24 068 632	437 968 865

Tabell 7 – Effekten av ulikt avkastningskrav på restverdi

Eksempelet har lagt til grunn har følgende forutsetninger For eksempelets skyld, er ledighet sett bort i fra.

Bygningsstørrelse	10 000m ²
Avkastningskrav	6 %
Leiejustering i kontrakter	3 %
Årlig økning av eierkostnader	3 %
Markedsleie (samme som kontraktsleie)	2 200
Lengde på kontantstrøm	10 år

Tabell 8 – Forutsetninger i eksempel om restverdi

5.5.6 Avkastningskrav og påtatt risiko

På linje med annen informasjon nødvendig for verdivurderingen kan avkastningskravet bestemmes ut fra andre observerte salg (Scarret, 2008). Men det må nøye vurderes om andre observerte verdier er sammenlignbare. For at avkastningskravet til ulike eiendommer skal kunne sammenlignes må samtlige forutsetninger være like. Eventuelt kan det gjøres justeringer for ulikhetene. I figur 10 vises det et eksempel på oppbygning av avkastningskrav. I prinsippet kan alt, eller ingenting, annet enn risikofri rente plasseres direkte i kontantstrømmen. Derfor kan det være vanskelig å bruke sammenlignbare salg. Verdivurderer kan fort ende opp med å sammenligne «epler og pærer».



Figur 10 – Oppbygning av avkastningskrav

Avkastningskravet for eiendommen skal reflektere hvor stor risiko som ligger i investeringen. Et lavt avkastningskrav skal i teorien bety lav risiko, og det er vanligvis attraktive eiendommer i CBD (Central Business District) som oppnår de laveste avkastningskravene (Basale, 2013). I boken «Introducing Property Valuation» (Blackledge, 2009) blir det satt opp fire kriterier for den ideelle investering. At alle disse fire kriterier skal bli oppfylt samtidig er lite sannsynlig, men etterspørselen og verdien vil øke jo nærmere investeringen kommer. Dette vil igjen reflekteres i avkastningskravet ved at det senkes, jo nærmere kriteriene investeringen befinner seg. Disse fire er;

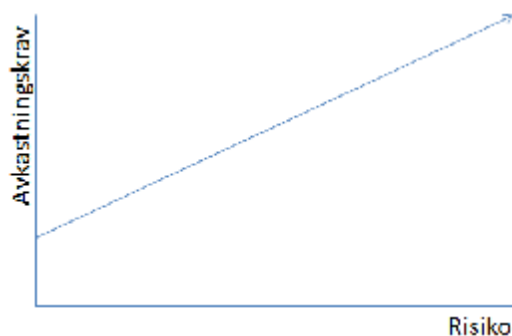
1. Total sikkerhet av kapital: En garanti for at ikke investeringen skal gå tapt, og en garanti for at avkastningen skal være minimum lik prisøkning i markedet.

2. Absolutt sikkerhet på inntekter: Inntekter holder seg som forutsatt hele veien. Dette kan være tilfelle ved for eksempel statsobligasjoner.

3. Komplette flytende kapital: Et mål på at det skal være enkelt og kostnadsfritt å ta ut kapitalen. Dette er som ofte ikke tilfelle i eiendomsinvesteringer.

4. Regularitet på inntekter uten ulempe for investor: Inntekter vil bli betalt i sitt fulle, til gitt dato, uten at det trengs å følges opp.

Avkastningskravet øker i takt med risiko som illustrert i figur 11 for at det skal være balanse. Økt risiko vil dermed gi høyere avkastningskrav. På denne måten vil en investor få kompensasjon for påtatt risiko.



Figur 11 – Avkastningskrav og påtatt risiko

5.6 Diskontert kontantstrømsanalyse (DKA)

For verdivurdering av investeringseiendom er det mulig å velge mellom flere ulike metoder. Bratsberg and Olaisen (2011) konkluderte i sin masteroppgave med at diskontert kontantstrømsanalyse er den mest brukte metoden for verdivurdering blant norske aktører. Gjennom litteraturstudiet deres vises det også at denne metoden er mest gunstig for å sammenligne vurderinger og skille mellom ulike risiko. Undersøkelsen er basert på intervjuer av 10 aktører i Norge. Finanstilsynet (2010) anbefaler også å bruke metoder basert på kontantstrøm for å kunne sammenligne og kvalitetssikre ulike vurderinger. På bakgrunn av dette vil DKA ha fokus i oppgaven. Istedenfor å gå inn på alternative regnemetoder, vil dette kapitlet fokusere på metoder for å oppdrive grunnlaget for bruk i DKA.

5.6.1 DKA for investeringseiendom

DKA betyr å sette opp kontantstrømmen for en gitt periode med innbetalinger og utbetalinger. Deretter regnes det ut en nåverdi (NV) av fremtidig kontantstrøm ved hjelp av en diskonteringsrente, som ofte kalles avkastningskrav. Denne renten bestemmes ut fra risiko som er forbundet med eiendommen og forventet årlig prisstigning. Tidsperspektiv på kontantstrømmen må vurderes for hvert enkelt tilfelle og det må settes en restverdi i siste år (Bærug, 2012). Denne metoden har vært brukt for investeringseiendom siden 1970-tallet i UK (Blackledge, 2009). På den tiden måtte beregningene gjøres manuelt, som var tidkrevende. Om en faktor ble endret, så måtte hele beregningen tas om igjen. I dag finnes det mange dataprogrammer som enkelt kan håndtere DKA. Eksempler på slike er Excel og Argus Software.

Av DKA finnes det igjen to varianter; totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden (Boye, 1998). Denne oppgaven vil fokusere på totalkapitalmetoden for å se på eiendommens verdi uavhengig av finansiering. Kostnader for finansiering vil variere i fra ulike selskaper/fond. Egenkapitalmetoden vil være mest aktuell internt i selskaper som vurderer å foreta en investering, eller som ønsker å se nærmere på hvor lønnsom en investering er.

Formelen for nåverdi er slik (Dahl, 1997):

$$NV = -I_0 + \sum_{t=0}^n \frac{K_t}{(1+k)^t} + \frac{S_n}{(1+k)^n}$$

I_0 = investering i år 0

K_t = netto kontantstrøm i år t

S_n = sluttverdi ved tidsperiodens slutt

n = antall perioder i tidsserien (år)

k = risikojustert nominelt avkastningskrav

NV av formelen over er eiendommens verdi med informasjonen som er lagt til grunn. Som det vises av formelen er det tre faktorer som har betydning for beløpene som legges til grunn:

- § Størrelsen på beløpet
- § Når det legges inn
- § Avkastningskravet knyttet til beløpet

Risiko må enten være hensynstatt i diskonteringsrenten eller direkte i kontantstrømmen. Bærug (2012) beskriver DKA som et godt egnet verktøy siden det kan tilpasses mange ulike tilfeller. Om leiekontraktene er unormalt korte eller lange, kan dette også tas hensyn til i kontantstrømmen. Eller om det er store kostnader som på et gitt tidspunkt tilfaller eier, kan dette legges direkte inn. Egne avkastningskrav kan også tilegnes ulike leietagere ettersom hvor solide de er økonomisk.

5.6.2 Input til modellen

Informasjon til kontantstrømsanalyser kan deles inn i kategoriene inntekt/verdi input og kostnads input (Baum & Crosby, 2008). Begge kategoriene kan igjen deles opp i observerte verdier og predikerte fremtidige verdier. Transparent indeksen til Jonas Lang, som diskutert i kapittel 5.2.3, foreller noe om denne tilgangen til informasjon. I tillegg er det sannsynlig at de ulike aktørene vil bruke forskjellige kilder for faktisk informasjon, og forskjellige modeller til å forutsi fremtidig informasjon. Dette viste seg å være tilfelle i intervjuene til oppgaven «Property Yields» (Karlson, 2003).

<i>Type informasjon</i>	<i>Faktisk informasjon</i>	<i>Predikert informasjon</i>
Verdi	Nåverdi på eksisterende bygning Leieinntekter	Fremtidige leiepriser Eiendommens restverdi
Bygg	Størrelse Vedlikeholdskostnader Utviklingskostnader	Endringer i kostnader for vedlikehold Tidspunkt og kostnad for utvikling
Nåværende leiekontrakter	Kontraktenes utløp Justering av leiepriser Rettigheter til fornyelse av kontrakter ved utløp	Tidspunkt for endte leiekontrakter Ledighet Kostnad for leietagertilpasning
Eierkostnader	Forvaltningskostnader Revisjonskostnader Kjøp- og salgskostnader	Fremtidige kostnader Eiers andel av felleskostnader Leiefritak (tap i inntekt)
Annen informasjon	Diskonteringsrente Skatter og avgifter Tidsperspektiv på analysen (Finansiering)	Mulige endringer

Tabell 9 – Typisk informasjon for kontantstrømanalyse (Baum & Crosby, 2008)

Tabellen over grupperer informasjonen som er nødvendig for en verdivurdering. Denne tabellen vil bli brukt videre for å se på kilder til informasjon i det norske markedet. Wyatt (2007, s. 255) skriver at nøkkelverdiene til DKA er leienivå, rente for stigning av leiepriser, avkastningskrav og exit-yield. Da hvert tilfelle er unikt, blir det opp til verdivurderer å vektlegge de nøkkelverdiene som er mest aktuelt i hvert tilfelle. Som Finanstilsynet (2010) skriver er det lov å gjøre forenklinger, så lenge det ikke gir vesentlig innvirkning på resultatet.

6 Markedsundersøkelse

Dette kapitlet er dedikert til å gjennomgå markedsundersøkelsen. For å komme videre etter litteraturstudie er det gjennomført en rekke intervjuer med norske aktører som jobber med verdivurdering av investeringseiendom. Kapitlet går gjennom hvordan intervjuene ble gjennomført og diskuterer validitet og relativitet i resultatene. Oversikt over svarene finnes i vedlegg 4, og funnene diskuteres videre i kapitel 7.

6.1 Praktisk gjennomføring

Undersøkelsen av markedet for verdivurdering i Norge, ble gjort i form av dybdeintervjuer. Totalt ble det gjennomført syv intervjuer i løpet av april 2014. I forkant av dette var teoristudiet ferdig, for å ha et godt grunnlag å bygge på. Det ble utformet en intervjuguide som ble fulgt under alle intervjuene. Denne er lagt ved i vedlegg 1. I alt ble åtte bedrifter forespurt, men en bedrift hadde ikke mulighet for å delta. Dette tilsier en svarprosent på 88 %, som er akseptabel for dette studie. Om flere hadde avslått, måtte andre aktører blitt forespurt. Alle intervjuene ble avtalt på epost og/eller telefon. Intervjuguiden ble valgt å ikke sendes ut i forkant for å unngå at svarene skulle være «planlagte». På fem av intervjuene var en person representert fra bedriften, men det var to personer på de to andre. Personene som møtte til intervju jobbet direkte med verdivurderinger og/eller tallmateriale for disse. Alle intervjuene ble dokumentert med lydopptak, for enklere gjennomgang i etterkant. Samtidige bedrifter er informert om anonymitet, og dette er tatt hensyn til i oppgaven. Vedlegg 2 viser en liste over bedrifter som har deltatt i undersøkelsen. Intervjuguiden er også lagt ved i vedlegg 1.

6.2 Vurdering av utvalg

Utvalget er valgt ut av «teoretisk utvelging» som Halvorsen (2012) beskriver er den foretrukne fremgangsmåten i kvalitative studier. Det er valgt aktører av ulik størrelse, og med ulik posisjon i markedet for å etterligne fordelingen i det norske markedet. I utvalget var fem av syv bedrifter rådgivere, som tilbyr verdivurdering som en tjeneste. De to andre er på eiersiden. De fleste bedriftene tilbyr også flere tjenester innen eiendom. Bedriftene var representert ved leder i de fleste tilfeller. Alle bedrifter som var med i undersøkelsen produserer mellom to og fem årsverk med verdivurdering, og opererer hovedsakelig i Oslo-området.

På spørsmålet om hvilken type eiendom bedriften jobber med, så svarte samtlige aktører investeringseiendom. Terminologien vekslet noe mellom næringseiendom og investeringseiendom. Etter noen oppfølgingsspørsmål ble det klart at definisjonen til IVS for investeringseiendom passer for eiendommene de ble jobbet med. Dette samsvarer med hva som undersøkes i denne oppgaven. Bakgrunnen med verdivurderingene var i hovedsak rapportering, kjøp/salg, refinansiering og tvistesaker. To av respondentene oppga at rapportering omfattet det meste av arbeidet.

På spørsmålet om bruk av internasjonal standard oppga en av respondentene at de brukte RICS, og to oppga at de var REV sertifiserte. Ingen av aktørene tar hensyn til finansiering for eiendommens verdi. Dermed er det *markedsverdi* som søkes, og IVS sin definisjon kan brukes.

Intervjuguidens første del var med for å vurdere om aktørenes svar kan brukes videre i undersøkelsen. Det kommer frem at alle bedriftene har et godt omfang på arbeidet, og nok likheter. Samtidig er de så forskjellige at det kan gjenspeile markedet til en viss grad.

6.2.1 Reliabilitet

Som allerede vist er reliabilitet ofte en utfordring i kvalitative undersøkelser. Nøyaktighet og relevans i svarene må derfor arbeides med. En måte å teste relevans på, er å sammenligne med hva andre forskere har kommet frem til. Tidligere studier har konkludert med at diskontert kontantstrømsanalyse er den mest brukte blant norske aktører. Funnene samsvarer med masteroppgaven til Halseth (2012). Videre kan det trekkes enkelte paralleller til Gukild (2011) som antyder at internasjonal standardisering kommer i økt grad til Norge.

En utfordring med gjennomgang av lydopptakene fra intervjuene var at ikke alle svarte helt på spørsmålene. I enkelte tilfeller ble andre saker diskutert først, før det ble anledning til å rette på det med et oppfølgingsspørsmål. Dette har gjort analysen av resultatene mer tidkrevende. Allikevel lykkes det å få klare svar på alle spørsmålene unntatt det siste angående risikofri rente. Her oppga kun fire respondenter et klart svar. Svarene ble satt opp i en tabell for enklere tolkning. Denne kan dessverre ikke legges ved oppgaven, av hensyn til aktørene som har vært med.

Ingen av intervjuene ga følelsen av at informasjon ble holdt igjen. Spørsmålene gikk på grunnlaget for verdivurderingen som aktørene uansett bruker som dokumentasjon i sitt arbeid. At intervjuer kom fra konkurrerende selskap opplevdes ikke som en hindring.

6.2.2 Validitet

Som beskrevet i kapitel 2 er validitet hvor nøyaktig verdiene er målt. Her ble det også beskrevet at respondentens egne meninger kan komme frem, og føre til lav validitet. Allikevel er en kvalitativ undersøkelse egnet for å sikre høy validitet fordi forskeren kan stille oppfølgingsspørsmål. Dermed dekkes et bredere område en det som er mulig i en kvantitativ undersøkelse. Del 1 på intervjuguiden er med for å gi validitet videre i intervjuet.

I dette studiet var det meningen å få respondentene til å snakke for hele selskapet. Dette ble presisert i innkallingen til intervju. Alle spørsmålene ble stilt i tur, og hvert spørsmål ble utdypet da det var behov for det. Dette gjør at treffsikkerheten var god. Ved hjelp av intervjuguiden har det vært mulig å se flere likheter og ulikheter blant de norske aktørene. Dette gir et grunnlag for å svare på forskningsspørsmål 1. De samme svarene gir også godt grunnlag for å svare på forskningsspørsmål 2, om hvordan risiko legges inn.

På samtlige intervjuer ble det spurt direkte om hvor tallmateriale til verdivurderingene ble hentet fra. Derfor har alle bidratt med svar direkte på forskningsspørsmål 3. Kun tre av aktørene brukte en form for internasjonal standard, så utvalget er noe mindre for å svare på forskningsspørsmål 4. Allikevel ble dette diskutert ytterligere hos disse tre aktørene.

Spørsmålene i intervjuguiden er vinklet for å gjøre liten plass til meninger. De skal gå rett på sak. Dette var også grunnen til at ikke intervjuguiden ble sendt ut i forkant. Inntrykket er at dette fungerte, og validiteten i utvalget kan regnes som god.

7 Analyse og tolkning

I dette kapitlet oppsummeres funnene fra den kvalitative undersøkelsen, og vurderes opp mot litteraturstudiet. Derfra diskuteres det hvordan dette kan brukes for å besvare forskningsspørsmålene. Dette skal være grunnlaget for konklusjonen i neste kapittel.

7.1 Likheter i det norske markedet

Forskningsspørsmål 1 - Hvilke likheter og ulikheter finnes mellom norske aktører innen verddivurdering av investeringseiendom?

Diskontert kontantstrømsanalyse

For å ta den åpenbare likheten først, så svarte seks av syv aktører at de hovedsakelig brukte DKA som metode. Og en aktør bruker netto kapitaliseringsmetoden (NKM). Dette støtter opp under konklusjonen i masteroppgavene til Halseth (2012) samt Bratsberg og Olaisen (2011). Disse konkluderer med at DKA er den mest brukte, men at NKM også blir brukt i enkelte tilfeller. Flere av respondentene i denne undersøkelsen hadde også kjennskap til NKM, og baserte verddivurderingen på denne om forutsetningene passet. Resultatet fra undersøkelsen passer bra med videre forskning, da det var ønskelig å se dypere på grunnlaget for DKA. Av respondentene var det kun en som oppga at de brukte Argus Software i tillegg til Microsoft Excel.

- Kontantstrømmens horisont

For kontantstrømmens horisont, svarte fem av seks at 10 år var normalt, og to svarte 20 år. Skinderhaug og Fagerli (2010) undersøker tidshorisontens effekt i sin masteroppgave. De konkluderer med at 5 år er et minimum, men setter ingen øvre anbefaling. Baum og Crosby (2008) anbefaler en horisont på mellom 5 og 20 år, og Wyatt (2007) anbefaler 5 til 15 år. Da etter hvordan leiekontraktene ser ut, og om det ligger årsaker for å selge bygget på et gitt tidspunkt. De anbefaler samtidig at horisonten avsluttes ved enden av en stor leiekontrakt, om mulig. Valget av horisonten kan ha stor påvirkning på verdien, så det kan være en god øvelse å prøve ulik horisont på modellen. Jo lengere horisont, jo mindre betydning vil byggets restverdi ha på grunn av diskonteringsrenten.

- *Byggets restverdi*

Håndteringen av byggets restverdi var noe som varierte blant aktørene. En aktør var konsekvent på at exit-yield var lik dagens avkastningskrav, og andre aktører justerte verdien etter egne analyser av markedet. Blackledge (2009, s. 256) skriver at det er fornuftig å bruke en høyere exit-yield, på for eksempel en prosent, for å ta høyde for usikkerheten som er knyttet til kontantstrømmen frem i tid. I tillegg tas det da høyde for vanskeligheten med å finne rett kjøper på gitt tidspunkt. Wyatt (2007) skriver også at den bør være høyere av samme grunn, men ikke hvor mye. En annen grunn til å bruke et høyere avkastningskrav, er at bygningens alder øker og dette kan medføre at kostnader for vedlikehold vil øke. Denne effekten er vist av Bjørberg (2003). Samtidig vil det også være større kostnader forbundet med leietagertilpasninger i eldre bygg. Jo lengere horisont på DKA, jo større usikkerhet vil det ligge i restverdien. Exit-yield bør derfor reflektere byggets tilstand på et gitt fremtidig tidspunkt. Det inkluderer da alle leddene i avkastningskravet, som teknisk risiko, markedsrisiko, risikofri rente, etc.

7.2 Tallgrunnlag for verdivurdering

Forskningsspørsmål 2 - Hvor hentes tallgrunnlaget til beregningen, og hvordan kvalitetssikres dette?

Under intervjuene ble det avdekket flere kilder som brukes av hele utvalget. Alle kildene gir opplysninger om oppnådde leiepriser og avkastningskrav i transaksjoner. Samtidig mangler de opplysninger om bygningstype, standard, parkering, etasje, felleskostnader, lengde/vilkår for leiekontrakten og eventuell påslag som ligger i leien. Alle respondentene nevnte også at de foretok ringerunder til meglere for å få utdypende informasjon. En gjennomgang av de felles kildene viser at markedsleie og avkastningskrav ved en transaksjon står i fokus. Eierkostnader og oppnådd avkastning er ikke nevnt i stor grad.

Som beskrevet i rapporten til Finanstilsynet (2010), og i rangeringen til JLL, er Norges eiendomsmarked lite transparent. Fire av aktørene nevnte at det er utfordrende å finne riktig markedsleie for mange eiendommer. Med andre ord er det vanskelig å finne data for et bygg med tilsvarende alder, tilstand og lokasjon. Red Book setter krav til at verdivurderer skal spesifisere vilkår for markedsleie som legges til grunn (RICS, 2012). Det vil si at leieavtalens lengde, justering av leie og fordeling av drift- og vedlikeholdskostnader begrunnes i rapporten. Dette er med på å gjøre det enklere å etterprøve estimert markedsleie.

Etter IAS 40.40 skal alle forutsetninger dokumenteres, og markedsleie er hva velinformerte frivillige parter vil betale for arealene. I hvor stor grad dette er mulig å estimere avhenger av tilgangen til informasjon.

Felleskostnader (FK) blir ofte brukt for å legge inn eiers andel ved eventuell ledighet i bygget. Det ble ikke nevnt noen kilde for å finne riktig nivå på FK annet enn eiendommens tidligere regnskap og intern database for de som har det. Både Basale og OPAK har tidligere gitt ut rapporter som viser hva som er normalt nivå FK, men det er ikke oppdaget noen fast rapportering.

I tabell 10 viser de mest brukte kildene etter fordelingen som beskrevet i kapittel 3. Her er de sortert etter hvilken type informasjon som søkes. Leiekontrakter, arealoppmåling, regnskap og eventuelt teknisk DD er å forvente at verdivurderer har tilgang til i forkant av oppdraget. Dermed er det informasjonen rundt «Verdi» og «Bygg» som er utfordringen.

<i>Type informasjon</i>	<i>Faktisk informasjon</i>	<i>Predikert informasjon</i>	<i>Mest brukte kilde</i>
Verdi	Nåverdi på eksisterende bygning Leieinntekter	Fremtidige leiepriser Eiendommens restverdi Ledighet	Leiekontrakter Kilder for markedsleie Intern database Kontaktnett Markedsrapporter Arealstatistikk AS
Bygg	Størrelse Vedlikeholdskostnader Utviklingskostnader	Endringer i kostnader for vedlikehold Tidspunkt og kostnad for utvikling Kostnad for leietagertilpasninger	Gjeldende arealoppmåling Regnskaper Teknisk DD Intern database Befaring Intern database for byggrelaterte kostnader
Nåværende leiekontrakter	Kontraktens utløp Justering av leiepriser Rettigheter til fornyelse av kontrakter ved utløp	Tidspunkt for ende på leiekontrakter	Leiekontrakter
Eierkostnader	Forvaltningskostnader Revisjonskostnader Kjøp- og salgskostnader	Fremtidige kostnader Eiers andel av felleskostnader Leiefritak (tap i inntekt)	Regnskap Intern database Kontaktnett
Annen informasjon	Diskonteringsrente Skatter og avgifter Tidsperspektiv på analysen (Finansiering)	Mulige endringer	Statistisk Sentralbyrå Andre

Tabell 10 – Kilder til typisk informasjon for kontantstrømanalyse (Baum & Crosby, 2008, s. 65)

7.3 Plassering av risiko

Forskningsspørsmål 3 - Hvordan legges risiko inn i beregningene?

Svarene i undersøkelsen viser at risiko hovedsakelig er plassert i avkastningskravet. For leiepriser blir forventet verdi lagt direkte inn i kontantstrømmen. Funnene stemmer overens med Finanstilsynets rapport fra 2010. Her observeres det at risiko ofte plasseres i avkastningskravet, men de anbefaler at så mye som mulig av eiendomsspesifikk risiko flyttes til kontantstrømmen. Dermed vil det være enklere å sammenligne verddivurderinger. Finanstilsynet anbefaler at aktørene i bransjen, sammen kommer med anbefalinger om hvordan dette endres. En aktør nevnte at de hadde blitt opprettet et forum som resultat av denne rapporten. Forumet består av flere store norske bedrifter som jobber med verddivurdering.

For å kunne plassere risiko i kontantstrømmen, er det nødvendig å finne spredningen til estimert verdi. En metode å gjøre dette på er å bruke trinnvis kalkulasjon, med tre verdier etter 10/90 kvantilen. Med rapporter til grunn som viser spredning i leiepriser og eierkostnader etter bygningstype og lokasjon er det mulig å lage fornuftige verdier på alle tre. Med tre estimater vil en feil ha mindre innvirkning enn ved bare et enkelt estimat. Forutsetningene kan legges som vedlegg til selve rapporten. Metoden er oversiktlig, og ikke spesielt tidkrevende å anvende.

Under intervjuene oppga flere aktører at avkastningskravet ble hentet fra sammenlignbare eiendommer. Disse kan være verddivurdert av andre aktører, og det er ikke gitt hva som er tatt hensyn til i avkastningskravet som det sammenlignes med. For eksempel om anbefalingen til Finanstilsynet skulle blitt fulgt, så ville mer risiko ligget i kontantstrømmen. Det ville igjen ført til at avkastningskravet kunne vært mindre. Da eiendomsmarkedet i Norge allerede er lite transparent kan det være at informasjonen rundt avkastningskravet ikke kommer frem til neste verddivurdering.

- Bedriftsspesifikk risiko

De fleste bedriftene (86 %) velger å ta hensyn til denne risikoen i avkastningskravet. Av dette praktiserte to av respondentene separate avkastningskrav knyttet til de ulike leietagerne i bygget. Det vil altså si at kontantstrømsanalysen har ulike avkastningskrav for de ulike inntektene. Bruk av ulike avkastningskrav kan gjøre det vanskelig å sammenligne verddivurderingen med andre som ikke har gjort det. Allikevel kan dette løses ved at

verdivurderer oppgir en samlet verdi for bedriftsspesifikk risiko. Denne verdien må da være summen av de enkelte avkastningskravene.

- *Markedsrisiko*

De samme aktørene som la bedriftsspesifikk risiko i avkastningskravet, la også inn markedsrisiko her. Diskusjonen førte frem til at dette er et jevnt påslag som legges på. Som vist i kapitel 3, er denne risikoen vanskelig å fastslå. Vi vet at markedet går i sykluser, og derfor er det naturlig med et påslag. Dette samsvarer med Bærug (2012) som anbefaler at markedsrisiko legges i avkastningskravet med et påslag på 0-2 %.

- *Teknisk risiko*

Alle aktører med et klart svar om plassering av teknisk risiko (86 %) legger til grunn vedlikehold- og utviklingskostnader fra tidligere regnskap, teknisk due diligence, erfaringer fra lignende eiendommer og befaring. Dette gir et estimat på hva fremtidige kostnader for eier vil ligge på. Særlig på estimering av leietagertilpasninger brukes intern informasjon og erfaringstall. Risiko som er knyttet til disse tallene legges så i avkastningskravet. Bærug (2012) skriver at dette påslaget bør være 0-4 %. Flere aktører angir hvor stor del av det totale avkastningskravet som er teknisk risiko.

- *Risikofri rente*

Som risikofri rente i avkastningskravet, brukte 3 av 7 aktører 10 års statsobligasjoner, men det endres til 5 års om horisonten er tilsvarende. En brukte 10 års swap rente, og resten oppga at det kunne variere. Blackledge (2009) og Bærug (2012) anbefaler også å bruke statsobligasjonsrente for å vise en risikofri rente. Som definert i IVS er det kun den renten som er tilgjengelig som skal brukes, og etter teorien er det den høyeste risikofrie rente per i dag, 10 års swap-rente.

7.4 Bruken av internasjonalt standardverk

Forskningsspørsmål 4 - Hvor langt har bruken av internasjonale standarder kommet i Norge?

For å svare på dette forskningsspørsmålet vil det være nødvendig å korte ned utvalget til de rådgivende. Både REV og RICS retter seg mot rådgivende bedrifter. Om så gjøres, vil det totalt bli fem bedrifter i utvalget hvor tre bruker en internasjonal standard. Om vi ser utover utvalget, så profilerer Akershus Eiendom og Malling & Co med internasjonalt samarbeid på sine hjemmesider. Det kan dermed se ut som at det er en etterspørsel for internasjonal

standardisering. Allikevel er det nødvendig å undersøke når de forskjellige bedriftene tok dette i bruk for å kunne se en tendens i utviklingen. Dette er et tema som er mulig å forske videre på.

Det blir uansett spennende å se om etterspørselen fra utenlandske investorer er nok til å dra dette i gang i Norge. Norges TakseringsForbund har allerede startet et tett samarbeid med TEGoVA (REV) og dette kan være med på å styre hva som blir mest utbredt her til lands. Samtidig er RICS veldig stort i England, Sverige og Danmark, men ikke like tidlig i Norge som TEGoVA og REV.

8 Konklusjon

Denne undersøkelsen bekrefter at nåverdiregning er den desidert mest brukte metoden for verdsettelse av investeringseiendom. Fordelen med denne er at det er enklere å sammenligne ulike verddivurderinger. Rapporten til Finanstilsynet fra 2010 beskriver at så mye som mulig av eiendomsspesifikk risiko bør legges i kontantstrømmen. Det er ikke funnet noen indikasjoner på at dette har blitt gjort enda. Estimerte verdier for eierkost og markedsleie legges direkte inn i kontantstrømmen, og påslaget for risiko vises i avkastningskravet. Derfor bør det være mulig å sammenligne to verddivurderinger.

Studiet har vist flere kilder til informasjon som gir statistikk på markedsleie knyttet til områder. Statistikken er hovedsakelig for Oslo, men også noe for de andre store byene i Norge. Samtidig indikerer Jones Lang LaSalle at eiendomsmarkedet i Norge er lite transparent på dette området. Årsaken til dette er at selv om statistikken er laget av et stort utvalg, så mangler det vesentlig informasjon som lengde på kontrakt, standard, etasje, osv. Tilgangen på sammenlignbare kontrakter er derfor liten. Som løsning på dette har flere bedrifter opparbeidet sin egen database. Dette kan igjen føre til at forutsetningene for verddivurderingen ikke er tilgjengelig for alle. For å bedre dette må leienivået på flere kontrakter blir tilgjengelig, og det må komme frem mer informasjon enn kun leienivå. Videre bør det rapporteres på eierkostnader for å bedre kunne se spredning av kostnad. Derfra er det også mulig å sette et fornuftig avkastningskrav. Det finnes lite statistikk på dette, og om det hadde fantes, så ville det krevet mye bakgrunnsinformasjon.

Undersøkelsen indikerer at aktørene i Norge hovedsakelig legger risiko i avkastningskravet. Kostnadene som er estimert i for eksempel teknisk Due Dilligence, legges direkte inn i kontantstrømmen. Det samme gjelder for estimerer på leietagertilpasninger. Som vist i litteraturstudiet går ofte prosjekter med overskridelser. Dette indikerer at differansen til estimatet tilsvarer en skeiv normalfordeling. For å ta hensyn til dette bør det regnes inn en sannsynlig verdi, og ikke estimert verdi. Dette vil ta hensyn til risiko i prosjektet. I praksis er dette mulig å gjøre med trinnvis kalkulasjon.

Litteraturstudiet har indikert av markedet for investeringseiendom er i ferd med å bli mer internasjonalt. Dette har ført til at det har kommet internasjonale standarder for verdsettelse. Studiet har vist at dette også har kommet til Norge, da flere av respondentene var sertifisert. Dette fører til at visse retningslinjer må følges, og gjør det enklere for utenlandske investorer å investere i landet. Markedsandelen til Norge i global sammenheng er på vei opp, og dette

kan forsterkes om markedet her blir mer transparent. Da dette studiet observerer mange likheter blant aktørene kan det virke som at markedet har kommet en godt stykke på vei. Bruken av internasjonale standarder er fremdeles ganske ny, og det blir spennende å følge med på utviklingen videre.

9 Forslag til videre forskning

Arbeidet med denne oppgaven har belyst noen områder som det kan være nyttig å se nærmere på. Med utforsking av disse kan det finnes løsninger på hvordan arbeidet med verdsettelse av investeringseiendom kan forbedres.

Studiet konkluderer med at tilgangen til informasjon kunne vært bedre. Som et ledd i å forbedre dette kan det være nyttig å se på hvordan ytelsen til eksisterende eiendomsinvesteringer kan rapporteres. JLL skriver i sin rapport at Norge henger etter på dette feltet. I dette arbeidet kan det være lurt å se på hvordan praksis er i land som UK, som scorer godt på JLL sin transparent indeks. Derfra kan det sees på hvordan dette kunne foregått i Norge.

Som vist i oppgaven er eiendommens restverdi av stor betydning for markedsverdien. I litteraturen er ikke exit-yield diskutert i stor grad. Samtidig oppga respondentene ulike svar på hvordan denne håndteres. Det er mulig å se videre på hva som er beste praksis for håndtering av denne verdien i nåverdiberegninger.

10 Referanser

- Akershus Eiendom (2013) *The Norwegian Commercial Property Market, Spring 2013*
- Austeng, K., & Hugsted, R. (1995). *Trinnvis Kalkulasjon*: Institutt for bygg- og anleggsteknikk, NTNU.
- Banfield, A. (2012). *A valuer`s guide to the RICS Red Book 2012*: RICS.
- Basale. (2013). *Basalerapporten, Tema: Avkastningskrav (Vol. Nr. 1 2013, pp. 24)*. Trondheim.
- Baum, A., & Crosby, N. (2008). *Property Investment Appraisal*: Blackwell Publishing.
- Bjørberg, S. (2003). *Livssyklus kostnader for bygninger. Innføring og prinsipper*. Oslo: RIF/NBEF.
- Blackledge, M. (2009). *Introducing Property Valuation*: Routledge.
- Boye, K. (1998). *Verdsettelse*: Cappelen Akademisk Forlag.
- Bratsberg, A., & Olaisen, L.-O. (2011). *Verdsettelse av næringseiendom - Vurdering og anvendelse av ulike modeller*. (Master), Norges Teknisk-Naturvitenskaplige Universitet, Trondheim.
- Bærug, S. (2012). *Verdsetting av Næringseiendom*. (Master), Universitetet for Miljø- og Biovitenskap, Ås.
- Drevland, F., Austeng, K., & Torp, O. (2005). *Usikkerhetsanalyse - Modellering, estimering og beregning Concept (Vol. 11)*. Trondheim: Concept.
- Everett, E., & Furuseth, I. (2012). *Masteroppgaven, Hvordan begynne - og fullføre*: Universitetsforlaget.
- Finanstilsynet. (2010). *Verdsettelse av investeringseiendom*.
- Greer, R. J. (1997). *What is an Asset Class, Anyway? The journal of portfolio management : a publication of Institutional Investor, 23, 5*.
- Gukild, A. (2011). *Valuation in Norway: The value of transparency*. (Master of science), Heriot-Watt University.

- Halseth, H. (2012). *Verdivurdering av næringseiendom - metoder, modeller og begrep*. . (Master), Universitet for miljø- og biovitenskap, Ås.
- Halvorsen, K. (2012). *Å Forske På Samfunnet*: Cappelen Akademisk Forlag.
- Haugen, T. I. (2008). *Forvaltning, drift, vedlikehold og utvikling av bygninger*. Trondheim: Tapir Akademisk Forlag.
- IAS. (2009). IAS 40 Investment Property.
- IPD. (2012). IPD Index Guide Edition eight.
- IPD. (2014). IPD Norway Annual Property Index.
<http://www.ipd.com/indexes/index.html?country=Norway>.
- JLL. (2014). Jones Lang Lasalle.
- Kampli, M. (2004). Eiendom og porteføljestyling. *Praktisk økonomi og finans*, 3, 45-54.
- Karlson, B. (2003). *Property Yields*. (Master of Science Final), Kungl Tekniska Högskolan, Stockholm, Sweden.
- Larsen, A. K. (2008). *En enklere metode*: Fagbokforlaget.
- Mora, L. C. (2010). *Eiendom som aktivklasse*. (Master), Universitetet i Agder, Agder, Norway.
- Norges Bank (2014) *Valutakurser*
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>
- oslobors.no. (2014). OSE 4040 Real Estate. Lest 17/2, 2014
- P, S. (2014). Standard and Poor`s. Lest 27/4, 2014
- RICS. (2012). Red Book. United Kingdom: Royal Institution of Chartered Surveyors.
- RICS. (2014). RICS. Lest 19/2/2014
- Ringdal, K. (2001). *Enhet og mangfold*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Rolstadås, A. (1997). *Praktisk Prosjektstyring*. Trondheim: Tapir
- Samset, K. (2008). *Prosjekt i tidligfasen*. Trondheim: Tapir Akademisk Forlag.

- Scarret, D. (2008). *Property Valuation: the five methods*: Routledge.
- Selmer, F. (2010). *Yield, En sammenfallende oppfattelse innen næringseiendom?* (Master), Norges Teknisk- Naturvitenskaplige Universitet, Trondheim.
- Skinderhaug, E., & Fagerli, P. (2010). *Diskontert kontantstrømanalyse som beslutningsgrunnlag ved verdivurdering av eiendom*. (Master), NTNU.
- Standard Norge. (2013). NS 3454 Livssyklus kostnader for byggverk *Prinsipper og klassifisering*. www.standard.no: Standard Online AS.
- Statsbygg. (2014). Livssyklus kostnader. Lest 23.04, 2014
- TEGoVA. (2014). TEGoVA Home Page. Lest 29.5.2014, 2014
- Thagaard, T. (1998). *Systematikk og innlevelse. En innføring i kvalitativ metode*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Wyatt, P. (2007). *Property Valuation in an economic context*: Blackwell Publishing.

Vedlegg 1 - Intervjue guide

Del 1 – Generelt

1. Hvor mange ansatte har dere som jobber med verdivurdering?
2. Hvor mange verdivurderinger utføres årlig?
3. Hvilke type eiendommer jobber dere med? (kontor, handel, bolig)
4. Hva er oftest bakgrunnen for en verdivurdering? (kjøp/salg, rapportering, etc.)
5. Hvem er det som oftest bestiller av verdivurdering?
6. Bruker dere noen form for standard eller veileder for vurderingen? Og er dere kjent med RICS?
7. Verdivurderes oftest total- eller egenkapital for eiendommen? Evt. Begge deler?

Del 2 – Bakgrunn for verdivurdering

1. Hvilken metode bruker der for verdivurdering, evt. programvare?
2. Om kontantstrøms basert verdivurdering:
 - a) Hvor lang periode settes for kontantstrømmen, og hvordan vurderes dette?
 - b) Hvordan bestemmes exit-yield?
3. Hvor hentes historisk datagrunnlag (yield, leiepriser, etc.)?
4. Hvordan hentes/estimeres tall for fremtiden?
5. Hvordan plasseres risiko i vurderingene:
 - a) Markedsrisiko (leiepriser, yield)
 - b) Teknisk risiko (eier kostnad/vedlikehold)
 - c) Bedriftsspesifikk risiko
6. Hvordan påvirker nivået på felleskostnader eiendommens verdi?
7. Hva legges i risikofri rente?

Vedlegg 2-Liste over firma i undersøkelsen

- Aberdeen Asset Management Norway AS
- Agdestein Takst & Eiendomsrådgivning AS
- BER Bygg og Eiendomsrevisjon AS
- CBRE
- DTZ Realkapital Verdivurdering AS
- Norwegian Property ASA
- OBOS Basale AS

Vedlegg 3- IVS/EVS terminologi



[HOME](#) [THE IVSC](#) [PROJECTS](#) [PUBLICATIONS](#) [MEETINGS](#) [NEWS](#) [LIBRARY](#) [GLOSSARY](#) [CONTACT](#)

International Valuation Glossary

This Glossary is produced to help promote consistency in the usage of words and terms that are common in valuation assignments of different types. Some of the definitions appear in the International Valuation Standards, in Technical Information Papers or in other IVSC publications, but others commonly occurring words and terms used in valuation practice are included.

The definitions included meet the following criteria:

The Glossary should only include words or terms that either:

- have a meaning when used in a valuation context that either differs from, or is more specific than, their meaning in everyday usage,
- are technical, ie they may not be familiar to a reader who has a reasonable level of business knowledge and sophistication, or that have proved difficult in translation into languages other than English, or
- are definitions used in the International Valuation Standard, a Technical Information Paper or other IVSC publication.

Definitions should be concise – ideally no more than a short sentence, although there are some exceptions allowed.

The Glossary should not include words or terms that may be relevant to understanding or describing a particular asset type but that do not directly relate to the valuation process.

The Glossary should generally avoid accounting or legal definitions unless these are directly relevant to valuation and widely used in valuation practice.

The Glossary should avoid words or terms that are specific to a particular state when there is a suitable internationally recognised equivalent.

The Glossary contains only the definition of the word or term, not an explanation of its application in practice.

The definitions in this glossary are those recommended by the IVSC, but other definitions and terms exist. Users of this Glossary are advised to check whether the IVS definition was intended before relying on a definition it contains to interpret any document. The International Valuation Standards Council, the authors and the publishers do not accept responsibility for loss caused to any person who acts or refrains from acting in reliance on the material in this publication, whether such loss is caused by negligence or otherwise.

The copyright in this Glossary belongs to the IVSC. Individual words and terms defined in the Glossary together with their associated definitions may be used in documents produced in the normal course of business or for educational purposes providing the source of the definition is acknowledged as the IVSC. Otherwise the Glossary is subject to the **terms of use** of this website.

The IVSC keeps this Glossary under review and any updates are made on 1 January and 1 July each year. It welcomes suggestions for either additional definitions or amendments to an existing definition. If suggesting a new definition please have regard to the criteria noted above. The final decision on whether to accept a recommendation rests with the IVSC Standards Board. The IVSC cannot enter into correspondence over any decisions made in respect of this Glossary.

Glossary updated: 1 January 2014.

[Suggest a change or addition to Glossary](#)

[A](#) | [B](#) | [C](#) | [D](#) | [E](#) | [F](#) | [G](#) | [H](#) | [I](#) | [J](#) | [K](#) | [L](#) | [M](#) | [N](#) | [O](#) | [P](#) | [Q](#) | [R](#) | [S](#) | [T](#) | [U](#) | [V](#) | [W](#) | [X](#) | [Y](#) | [Z](#)

Click one of the letters above to advance the page to terms beginning with that letter.

A

All Risks Yield

The reciprocal of the Capitalisation Factor, usually expressed as a percentage.

See also: Capitalisation Factor; Capitalisation Rate; Reversionary Yield; Yield; Yield to Maturity

Annuity

A series of annual payments made or received at intervals either for life or for a fixed number of periods.

Appraisal

See Valuation

Arbitrage Pricing Theory

A multivariate model for estimating the cost of equity capital, which incorporates several systematic risk factors.

Asset Based Approach

A method of indicating the value of a business, business or business interest based on a summation of the net value of the individual assets and liabilities. Since each of the assets and liabilities will have been valued using either the market, income or cost approaches, it is not a distinct valuation approach.

See *IVS Framework* ; see also *Summation Method*

Go to top

B

Basis of Value

A statement of the fundamental measurement assumptions of a valuation.

Beta

A measure of systemic risk of a stock; the tendency of a stock's price to correlate with changes in a specific index.

Blockage Discount

An amount or percentage that would be deducted by market participants from the current market price of a publicly traded stock to reflect the decrease in the value per share of a block of stock that is of a size that could not be sold in a reasonable period of time given normal trading volumes.

Book Value

See: *Carrying Amount*

Business (Business Enterprise)

A commercial, industrial, service, or investment entity (or a combination thereof) pursuing an economic activity.

Business Risk

The degree of uncertainty of realising expected future returns of the business resulting from factors other than financial leverage.

See also: *Financial Risk*; *Market Risk*; *Systematic Risk*

Go to top

C

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

A model in which the cost of capital for any stock or portfolio of stocks equals a risk-free rate plus a risk premium that is proportionate to the systematic risk of the stock or portfolio.

Capital Structure

The composition of the invested capital of a business enterprise; the mix of debt and equity financing.

Capitalisation

1. the conversion of a periodic income to an equivalent capital value,
2. the *Capital Structure* of a business entity, or
3. the recognition of expenditure in a *Financial Statement* as a capital asset rather than a periodic expense.

Capitalisation Factor

The multiple applied to a representative single period income to convert it into a capital value.

See also: *All Risks Yield*; *Capitalisation Rate*; *Yield*;

Capitalisation Rate

The return represented by the income produced by an investment, expressed as a percentage.

See also: *All Risks Yield*; *Capitalisation Factor*; *Yield*;

Carrying Amount

The amount at which an asset is recognised in the financial statements of an entity after deducting any accumulated depreciation and any accumulated impairment losses.

See also: *Book Value*

Cash Flow

Cash that is generated over a period of time by an asset, group of assets, or business enterprise. Usually used with a qualifying word or phrase.

See also: *Free Cash Flows to Equity*, *Free Cash Flows to the Firm*, *Nominal Cash Flows*, *Real Cash Flows*

Contract Rent

The rent specified in a lease. May differ from the market rent.

See also: *Market Rent*

Contributory Asset Charges

A charge to reflect a fair return on or return of *Contributory Assets* used in the generation of the cash flows associated with the intangible asset being valued.

See also: *Contributory Assets, Excess Earnings Method, Multi Period Excess Earnings Method*

Contributory Assets

Any tangible or intangible assets used in the generation of the cash flows associated with the intangible asset being valued.

See also: *Contributory Asset Charges*

Control Premium

An amount or a percentage by which the pro rata value of a controlling interest exceeds the pro rata value of a non-controlling interest in a business enterprise, to reflect the power of control.

Cost Approach

A valuation approach based on the economic principle that a buyer will pay no more for an asset than the cost to obtain an asset of equal utility, whether by purchase or by construction.

Cost of Capital

The expected rate of return that the market requires in order to attract funds to a particular investment.

Credit Risk

The risk that one party to a contract will cause a financial loss for the other by failing to discharge an obligation.

Current Assets

Cash and assets that are reasonably expected to be converted into cash within one year in the normal course of business.

See also: *Current Liabilities*

Current Liabilities

Debts or obligations that are due within one year.

See also: *Current Assets*

[Go to top](#)

D

Default Probability

The likelihood of a counterparty not honouring its obligations.

Depreciated Replacement Cost Method

A method under the cost approach that indicates value by calculating the current replacement cost of an asset less deductions for physical deterioration and all relevant forms of obsolescence.

See also: *Cost Approach; Economic Obsolescence; Functional Obsolescence; Obsolescence*

Discount for Lack of Control

An amount or percentage deducted from a pro-rata share of the value of 100 percent of an equity interest in a business, to reflect the absence of some or all of the powers of control.

See also: *Control Premium*.

Discount Rate

A rate of return used to convert a future monetary sum or cash flow into present value.

Discounted Cash Flow Method

A method within the income approach in which a discount rate is applied to future expected income streams to estimate the present value.

[Go to top](#)

E

Economic Life

The total period of time over which an asset is expected to generate economic benefits for one or more users.

See also: *Useful Life*

Economic Obsolescence

A loss of utility caused by factors external to the asset, especially factors related to changes in supply or demand for products produced by the asset, that results in a loss of value.

See also: *External Obsolescence; Functional Obsolescence; Obsolescence; Physical Obsolescence*

Enterprise Value

The total value of the equity in a business plus the value of its debt or debt-related liabilities, minus any cash or cash equivalents available to meet those liabilities.

See also: *Invested Capital*

Entity Specific Factors

Factors that are specific to an entity and not available to market participants generally.

See IVS Framework.

Equity

The owner's interest in an asset or business after deduction of all liabilities.

Equity Instrument

Any contract that creates a residual interest in the assets of an entity after deducting all of its liabilities.

Equity Risk Premium

A rate of return added to a risk-free rate to reflect the additional risk of equity instruments over risk free instruments (a component of the cost of equity capital or equity discount rate).

Equity Value

The value of a business to all of its shareholders

Excess Earnings

That amount of anticipated economic benefits that exceeds an appropriate rate of return on the value of a selected asset base (often net tangible assets) used to generate those anticipated economic benefits.

Excess Earnings Method

A method of estimating the economic benefits of an intangible asset by identifying the cash flows associated with the use of the asset and deducting a charge reflecting a fair return for the use of contributory assets.

See also: *Contributory Asset Charges, Greenfield Method, Multi Period Excess Earnings Method*

Expected Negative Exposure

The discounted payments and unrealised losses an entity expects to pay to a counterparty.

Expected Positive Exposure

The discounted receipts and unrealised gains an entity forecasts will be received from a counterparty

External Obsolescence

A loss of utility caused by economic or locational factors external to the asset that results in a loss of value.

See also: *Economic Obsolescence; Functional Obsolescence; Obsolescence; Physical Obsolescence.*

External Valuer

A valuer who is not employed by the owner or manager of an asset.

[Go to top](#)

F

Fair Value

i. The estimated price for the transfer of an asset or liability between identified knowledgeable and willing parties that reflects the respective interests of those parties. For use in financial reporting under *International Financial Reporting Standards*, fair value has a different meaning:

ii. In IFRS 13 "Fair Value is the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date."

The distinction between these two definitions and their usage is discussed in the IVS Framework paras 39-43 and IVS 300, paras G1-G2

Fairness Opinion

An opinion on whether the financial terms of a proposed corporate transaction are fair to the equity holders of an entity involved.

Financial Instrument

A contract that creates rights or obligations between specified parties to receive or pay cash or other financial consideration, or an equity instrument.

Financial Reporting Standards

Any recognised or adopted standards for the preparation of periodic statements of an entity's financial position. These may also be referred to as accounting standards.

See also: *International Financial Reporting Standards*

Financial Risk

The degree of uncertainty of realizing expected future returns of the business resulting from financial leverage.

See also: *Business Risk; Market Risk; Systematic Risk.*

Financial Statement

A periodic statement of an entity's financial position

Free Cash Flows to Equity

Cash flows available to pay out to equity owners after funding operations of the business, making necessary capital investments, and increasing or decreasing debt financing.

See also: *Free Cash Flows to the Firm*

Free Cash Flows to the Firm

Cash flows available to pay out to equity holders and debt investors after funding operations of the business enterprise and making necessary capital investments.

See also: *Free Cash Flows to Equity.*

Functional Obsolescence

A loss of utility resulting from inefficiencies in the subject asset compared to its replacement that results in a loss of value.

See also: *Economic Obsolescence; External Obsolescence; Obsolescence; Physical Obsolescence*

Go to top

G**Going Concern**

A business enterprise that is expected to continue operations for the foreseeable future.

Goodwill

Any future economic benefit arising from a business, an interest in a business or from the use of a group of assets which is not separable.

Greenfield Method

A method of valuing an intangible asset that deducts the cost of buying or creating contributory assets from the cash flows associated with the use of that asset.

See also: *Contributory Assets; Excess Earnings Method, Multi Period Excess Earnings Method*

Go to top

H**Highest and Best Use**

The use of an asset that maximises its potential and that is physically possible, legally permissible and financially feasible.

Go to top

I**Impairment**

A loss in the future economic benefits, or service potential of an asset, over and above the systematic recognition of the loss of the asset's future economic benefits or service potential through depreciation or amortisation.

Income Approach

A valuation approach that provides an indication of value by converting future cash flows to a single current capital value.

Initial Yield

The initial income from an investment divided by the price paid for the investment expressed as a percentage.

See also: *All Risks Yield*; *Reversionary Yield*; *Yield*; *Yield to Maturity*

Intangible Asset

A non-monetary asset that manifests itself by its economic properties. It does not have physical substance but grants rights and economic benefits to its owner.

Internal Rate of Return

The discount rate at which the present value of the future cash flows of the investment equals the acquisition cost of the investment.

International Financial Reporting Standards

Standards and interpretations adopted by the International Accounting Standards Board (IASB). They comprise:

- International Financial Reporting Standards,
- International Accounting Standards, and
- Interpretations developed by the International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) or the former Standing Interpretations Committee (SIC)

Invested Capital

The sum of equity and debt in a business enterprise. Debt can be either (a) all interest-bearing debt or (b) long-term, interest-bearing debt. When the term is used, it should be supplemented by the appropriate qualifying words.

See also: *Enterprise Value*

Investment Method

A valuation method under the Income Approach that capitalises expected future income or utility as a basis for estimating value.

Investment Property

Property that is land or a building, or part of a building, or both, held by the owner to earn rentals or for capital appreciation, or both, rather than for:

- a. use in the production or supply of goods or services or for administrative purposes, or
- b. sale in the ordinary course of business.

Investment Value

The value of an asset to the owner or a prospective owner for individual investment or operational objectives.

[Go to top](#)

L**Lease**

An agreement whereby a lessor grants the right to use an asset for an agreed period of time to a lessee in return for a payment or series of payments.

See also: *Lessee*, *Lessor*.

Lessee

A person or corporate entity to entitled to use an asset under the terms of a lease.

See also: *Lease*, *Lessor*.

Lessor

A person or corporate entity that grants another the rights to use an asset under the terms of a Lease in return for the receipt of a payment or series of payments.

See also: *Lease*, *Lessee*

Levered Beta

The beta reflecting a capital structure that includes debt.

See also: *Beta*

Liquidation Value

The net amount that would be realized if a business is discontinued and its assets are sold individually. The appropriate bases of value and any appropriate additional qualifying assumptions should also be stated.

See IVS Framework.

Liquidity

A measure of the ease with which an asset may be converted into cash. A highly liquid asset can be easily converted into cash; an illiquid asset is difficult to convert into cash.

Loss Given Default

The percentage amount that a party expects to lose if the counterparty defaults

[Go to top](#)

M

Majority Control

The degree of control provided by a majority position.

Majority Interest

An ownership interest greater than 50% of the voting interest in a business enterprise.

Market Approach

A valuation approach which provides an indication of value by comparing the subject asset with identical or similar assets for which price information is available.

Market Participants

The whole body of individuals, companies or other entities that are involved in actual transactions or who are contemplating entering into a transaction for a particular type of asset.

Market Rent

The estimated amount for which an interest in real property should be leased on the valuation date between a willing lessor and a willing lessee on appropriate lease terms in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion

Market Risk

Risk that affects an entire market and not just specific participants or assets. Market Risk cannot be diversified.

See also: *Business Risk; Financial Risk; Systematic Risk; Systemic Risk; Unsystematic Risk.*

Market Value

The estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.

Minority Discount

A discount for lack of control applicable to a minority interest.

Minority Interest

An ownership interest less than 50% of the voting interest in a business enterprise.

Modern Equivalent Asset

An asset which provides similar function and equivalent utility to the asset being valued, but which is of a current design and constructed or made using current materials and techniques.

Multi-Period Excess Earnings Method

A method of estimating the economic benefits of an intangible asset over multiple time periods by identifying the cash flows associated with the use of the asset and deducting a periodic charge reflecting a fair return for the use of contributory assets.

See also: *Contributory Assets; Contributory Asset Charges; Excess Earnings Method; Greenfield Method.*

[Go to top](#)

N

Net Book Value

1. In relation to a business enterprise: The difference between total assets (net of accumulated depreciation, depletion, and amortization) and total

liabilities as they appear on the balance sheet.

2. In relation to a specific asset: The capitalized cost less accumulated amortization or depreciation as it appears on the books of account of the business enterprise.

See also: *Book Value, Carrying Amount.*

Net Present Value

The value, as of a specified date, of future cash inflows less all cash outflows (including the cost of investment) calculated using an appropriate discount rate.

See also: *Present Value*

Nominal Cash Flows

Cash flows expressed in monetary terms in a given period or series of periods.

Non-Current Assets

Assets that are held long term and intended for use by an enterprise in the production of goods or the delivery of services.

See also: *Current Assets*

Non-operating Assets

Classes of assets that are not essential to the operations of a business, but may still generate income or provide return on investment.

Normalised Earnings

Economic benefits adjusted for non-recurring, non-economic, or other unusual items to facilitate comparisons.

[Go to top](#)

O

Obsolescence

A loss of utility of an asset caused by either physical deterioration, changes in technology, patterns of demand or environmental changes that results in a loss of value.

See also: *Economic Obsolescence; External Obsolescence; Functional Obsolescence; Physical Obsolescence.*

[Go to top](#)

P

Physical Obsolescence

A loss of utility due to the physical deterioration of the asset or its components resulting from its age and normal usage that results in a loss of value.

Plant and Equipment

A class of tangible asset that is:

1. held by an entity for use in the production or supply of goods or services, for rental by others or for administrative purposes AND
2. expected to be used over a period of time.

Plant and Machinery

See *Plant and Equipment*

Portfolio

An assemblage of various assets or liabilities held or managed by a single entity.

Premium Profits Method

A method that indicates the value of an intangible asset by comparing an estimate of the profits or cash flows that would be earned by a business using the asset with those that would be earned by a business that does not use the asset.

Present Value

The value, as of a specified date, of a future payment or series of future payments discounted to the specified date (or to time period zero) at an appropriate discount rate.

See also: *Net Present Value.*

Price / Earnings Ratio

The price of a share of stock divided by its earnings per share.

Prospective Financial Information

Forecast financial data used to estimate cash flows in a discounted cash flow model.

[Go to top](#)

R

Rate of Return

An amount of income (loss) and/or change in value realised or anticipated on an investment, expressed as a percentage of that investment.

Real Cash Flows

Nominal cash flows adjusted to exclude the effect of price changes over time.

Real Estate

Land and all things that are a natural part of the land, eg, trees and minerals, things that have been attached to the land, eg, buildings and site improvements, all permanent building attachments, eg, mechanical and electrical plant providing services to a building, that are both below and above the ground.

Real Property

All rights, interests and benefits related to the ownership of real estate.

Relief from Royalty Method

A method that estimates the value of an intangible asset by reference to the value of the hypothetical royalty payments that are saved through owning the asset, as compared with licensing it from a third party.

See also: *Royalty*

Replacement Cost

The current cost of a similar asset offering equivalent utility.

See also: *Modern Equivalent Asset*.

Replication Method

A valuation method under the Cost Approach typically used for valuing financial instruments that provides an indication of the current value of an instrument or portfolio by reproducing or "replicating" its risks and cash flows in a hypothetical, or synthetic, alternative.

Reproduction Cost

The current cost of creating a replica of the asset

Residual Value

1. The anticipated value of an asset at the expiration of its useful life.

See also: *Salvage Value*

2. IFRS definition (IAS 16): "The estimated amount that an entity would currently obtain from disposal of an asset, after deducting the estimated costs of disposal, if the asset were already of the age and in the condition expected at the end of its useful life."

The application of the IFRS definition is described in IVS 300 Valuations for Financial Reporting.

Reversionary Value

The estimated value of an investment property at the end of a period during which the rental income is either above or below the market rent.

See also: *Terminal Value*

Reversionary Yield

The anticipated yield from an Investment Property once a the Reversionary Value is attained.

See also: *All Risks Yield; Reversionary Value; Yield*;

Risk Free Rate

The rate of return available in the market on an investment free of default risk.

Risk Premium

A rate of return added to a risk-free rate to reflect risk.

Royalty

A payment made for the use of an asset, especially an intangible asset or a natural resource.

See also: *Relief from Royalty Method*.

Go to top

S

Sale and Leaseback

Simultaneous transactions in which the buyer becomes the Lessor and the seller becomes the Lessee.

See also: *Lessee; Lessor*

Salvage Value

The value of an asset that has reached the end of its economic life for the purpose it was made. The asset may still have value for an alternative use or for recycling.

See also: *Residual Value*.

Service Potential

The capacity of an asset to continue to provide goods and services in accordance with the entity's objectives.

Special Assumption

An assumption that either assumes facts that differ from the actual facts existing at the valuation date or that would not be made by a typical market participant in a transaction on the valuation date.

Special Purchaser

A particular buyer for whom a particular asset has special value because of advantages arising from its ownership that would not be available to other buyers in a market.

Special Value

An amount that reflects particular attributes of an asset that are only of value to a special purchaser.

Specialised Property

A property that is rarely if ever sold in the market, except by way of sale of the business or entity of which it is part, due to uniqueness arising from its specialised nature and design, its configuration, size, location or otherwise.

See also: *Trade Related Property*

Summation Method

A valuation method that provides an indication of the value of an entire asset by the addition of the separate values of its component parts.

See also: *Asset Based Approach*.

Synergistic Value

An additional element of value created by the combination of two or more interests where the value of the combined interest is worth more than the sum of the original interests.

Systematic Risk

Risk that affects an entire market and not just a specific company or asset. Systematic Risk cannot be diversified.

See also: *Business Risk; Financial Risk; Market Risk; Systemic Risk; Unsystematic Risk*.

Systemic Risk

The risk of damage to a system arising from the failure or collapse of a component element of that system.

See also: *Business Risk; Financial Risk; Market Risk; Systematic Risk; Unsystematic Risk*

Go to top

T

Tangible Assets

Assets with a physical manifestation. Examples include land and buildings, plant and machinery, fixtures and fittings, tools and equipment, and assets in the course of construction and development.

Tax Amortisation Benefit

Tax relief available on amortisation of the capitalised asset.

Technical Obsolescence

See *Functional Obsolescence*.

Terminal Value

The value at the end of an explicit forecast period of all remaining projected cash flows.

See also: *Reversionary Value*

Trade Related Property

Any type of real property designed for a specific type of business where the property value reflects the trading potential for that business.

See also: *Specialised Property*

Go to top

U**Unit of Account**

IFRS Definition (IFRS 13): The level at which an asset or a liability is aggregated or disaggregated in an IFRS for recognition purposes.

The application of the IFRS definition is described in the guidance section of IVS 300 *Valuations for Financial Reporting*

Unit(s) of Comparison

A common basis of comparison used to analyse differences between assets. It may be based on a physical characteristic, eg a price per square metre or square foot, or an economic characteristic eg the ratio of a asset's sale price to its net income.

Unsystematic Risk

A risk that is specific to a company or asset. Can be diversified.

See also: *Business Risk; Financial Risk; Market Risk, Systematic Risk; Systemic Risk*

Useful Life

IFRS Definition from IAS 16:

- (a) the period over which an asset is expected to be available for use by an entity; or
- (b) the number of production or similar units expected to be obtained from the asset by an entity.

See also: *Economic Life*

Utility

An expression of the degree of an asset's usefulness.

Go to top

V**Valuation**

- (1) The process of establishing the value of an asset or liability;
- OR
- (2) The amount representing an opinion or estimate of value

See also: *Appraisal*

Valuation Approach

One of three principal ways of estimating value. Each valuation approach includes different methods that may be used to apply the principles of the approach to specific asset types or situations.

See also: *Cost Approach; Income Approach; Market Approach; Valuation Method*

Valuation Date

The date on which the opinion of value applies. The valuation date shall also include the time at which it applies if the value of the type of asset can change materially in the course of a single day.

Valuation Inputs

Data and other information that is used in a valuation method. Inputs may be actual or estimated.

Valuation Method

A specific technique or model used to estimate value. All valuation methods fall within a valuation approach.

See also: *Valuation Approach*

Valuation Report

A report that communicates a valuation opinion and relevant associated matters to its intended recipient. The matters to be addressed in a valuation report are set out in IVS 103 Reporting.

Valuation Review

The act or process of considering and reporting on a valuation undertaken by another party, which may or may not require the reviewer to provide their own valuation opinion.

Value at Risk

The maximum loss that could be expected to be incurred over a nominated time period as a result of movements in identified risk parameters, within a specified level of probability based on statistical analysis of historical price trends and volatilities.

See also: *Business Risk; Financial Risk; Market Risk; Systematic Risk; Systemic Risk; Unsystematic Risk*

Value in Use

IFRS Definition from IAS 36: "The present value of the future cash flows expected to be derived from an asset or cash-generating unit."

[Go to top](#)

W**Wasting Assets**

Assets which in real terms will generally depreciate in value over time.

Weighted Average Cost of Capital

A discount rate estimated by the weighted average, at market values, of the cost of all financing sources in a business enterprise's capital structure.

Working Capital

The amount by which current assets exceed current liabilities.

See also: *Current Assets, Current Liabilities*

[Go to top](#)

Y**Yield**

The return on an investment. Usually expressed annually as a percentage based on an investment's cost, its current market value or its face (par) value. Often used with a qualifying word or phrase.

See also: *All Risks Yield; Initial Yield; Reversionary Yield; Yield to Maturity*

Yield to Maturity

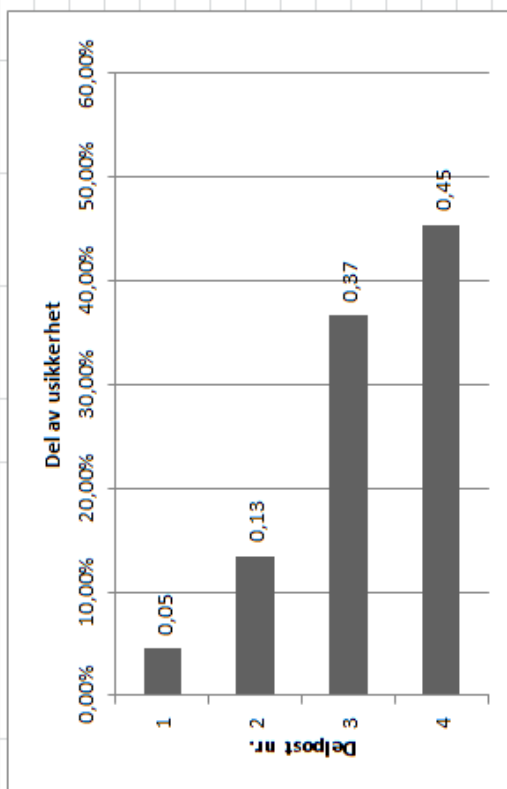
The annual rate of return anticipated on a bond if it is held until the maturity date taking into account the current market price, the par value, coupon interest rate and the time to maturity.

See also: *All Risks Yield; Initial Yield; Reversionary Yield; Yield*

[Go to top](#)

Vedlegg 4- Eksempel på trinnvis kalkulasjon

Leietagertilpasning 5000 m2														
Nr	Delpost	Betegnelse	Enh.	Menge [m2]	Pr. Enhet [kr]			Pr. Enhet [MNOK]			Deltotaler [MNOK]			Prioritet i tornadoddiag.
					Min	Antatt	Maks	E	Std avvik	VAR	Middel	Std. Avvik	VAR	
1	Rivejobb	m2	5000	300	500	1000	2,80	0,70	0,49	0,71	0,51	0,05		
2	Ny glassvegger og gulv	m2	5000	1800	2000	3000	10,80	1,20	1,44	1,22	1,50	0,13		
3	Tekniske anlegg	m2	3000	2000	2500	5300	8,88	1,98	3,92	2,02	4,08	0,37		
4	Generelle forhold			0,8	1	1,3	22,48	0,10	0,01	2,25	5,05	0,45		
Risikoprofil:										Totalkalkyle [MNOK]	22,93	3,34	11,14	
										Middel+std.a. (P68)	26,27	MNOK		



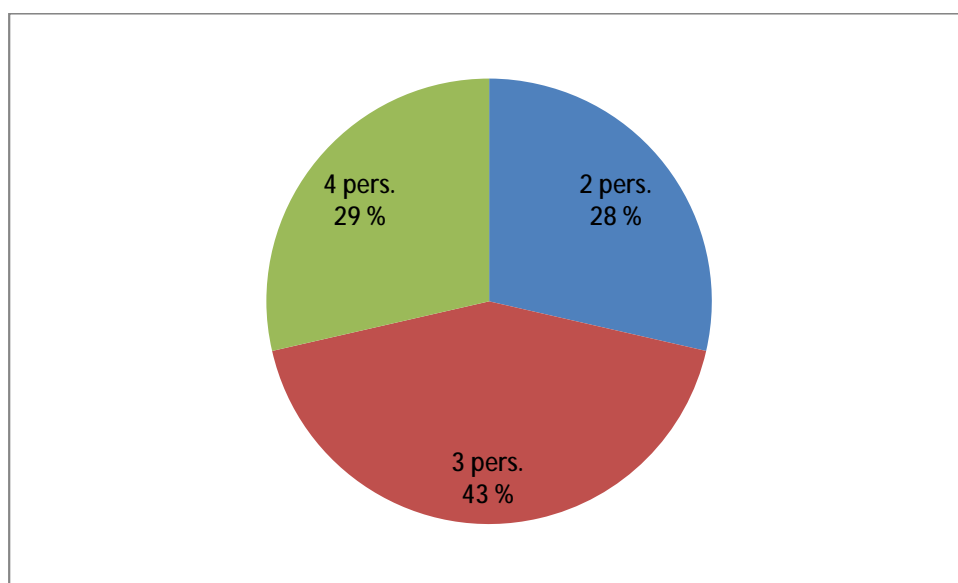
Vedlegg 5- Resultater fra intervjuer

Under er resultatene ordnet i kategorier og presentert. Svarene på spørsmål i del 1 er diskutert i kapittel 4 for å vurdere utvalget. Svarene fra del 2 er gjengitt i dette vedlegget. Rekkefølgen er etter intervjuguiden, men spørsmål 4 og 5 er slått sammen. Det viste seg under intervjuene at disse to spørsmålene fløt i hverandre. Alle intervjuene ble gjort på 30-60 minutter. Dette er en oppsummering av det som kom frem. Dybdeintervjuene ga også god mulighet for å diskutere emner som gikk på kanten av intervjuguiden.

Del 1

Spm. 1 og 2 – Antall ansatte og antall årsverk med verdivurdering

Antall ansatte hos bedriftene som jobbet direkte med verdivurdering varierte fra 2 til 4 personer. Tre bedrifter hadde tre ansatte, to hadde fire og to hadde to. I tillegg hadde enkelte bedrifter personer som kan bistå når det er nødvendig.



Spm. 3 – Type eiendom som verdivurderes

Alle respondentene nevnte investeringseiendom på spørsmålet om hva som verdivurderes. Enkelte brukte benevnningen *næringseiendom*, men det ble klart under intervjuene at begrepet investeringseiendom var passende etter definisjonen til IVS. Samtlige hadde et godt utvalg av alt fra private handelseiendommer til kommunale bygg og barnehager. Spørsmålet tok ikke opp mye av tiden under intervjuene, og det mer ble som en bekreftelse.

Spm. 4 og 5 – Bakgrunn for verdivurdering

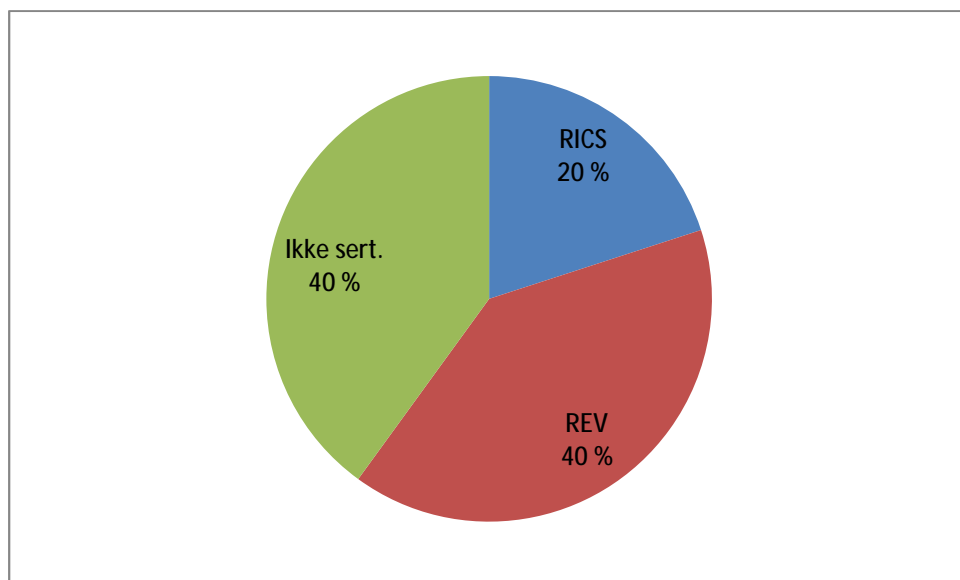
Respondentene oppga ulike bakgrunn for verdivurderingene. Hovedforskjellen var aktørene på eiersiden selv bestiller verdivurderinger, og de 5 andre utarbeider de selv. Allikevel hadde alle et forhold til tallene som brukes i grunnlaget. Aktører på eiersiden har mye inputansvar og, med mindre det er spesifisert, så skilles det ikke mellom eiere og rådgivere i spørsmålene videre. Aktørene på eiersiden utfører også verdivurderinger internt.

Ingen av aktørene oppga at de utelukkende jobbet med en form for bakgrunn. De mest nevnte bakgrunnene for en verdivurdering var følgende;

- Rapportering
- Refinansiering
- Kjøp og salg
- Tvistesaker
- Arv

Spm. 6 – Standard/veileder og internasjonal sertifisering

På dette punktet ble IAS 40 nevnt av samtlige. Videre var en form for internasjonal standardisering kun nevnt i tre av syv intervjuer. 2 av respondentene var REV sertifiserte, og en var RICS sertifisert. Årsaken til at disse hadde valgt en internasjonal standard var for å møte etterspørsel fra utenlandske investorer, samt at det gir et kvalitetsstempel her hjemme. I figuren under er de to aktørene på eiersiden utelatt. Utvalget er da på totalt fem aktører. Sertifiseringene som er nevnt her retter seg kun mot rådgivende som utarbeider verdivurderinger til markedet.



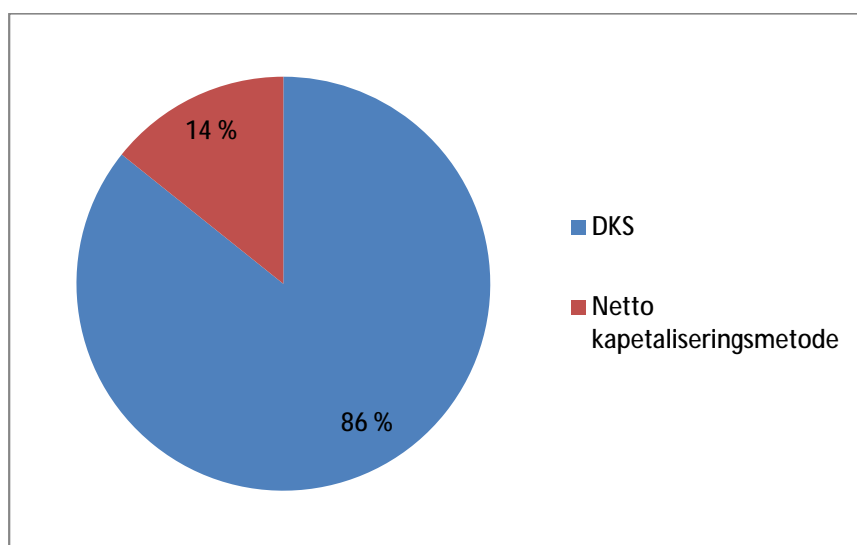
Spm. 7 – Total- eller egenkapital som grunnlag for verdivurdering

Alle respondentene oppga at det er totalkapitalen som verdivurderes. Det opplevdes under intervjuene som at det ikke var noe tvil rundt dette spørsmålet. Samtlige svarte raskt på at det var totalkapitalen som ble lagt til grunn. Allikevel kunne respondentene utføre nærmere analyser av egenkapitalen om det etterspørres av den som bestiller. I tilfelle vil ikke målet være å finne eiendommens markedsverdi.

Del 2

Spm. 1 - Metode for verdivurdering

Undersøkelsen viser at diskontert kontantstrøm metode (DKA) er mest vanlig å bruke. 6 av 7 respondenter oppga at de bruker denne i de fleste tilfeller. Men det ble også presisert at andre metoder, som for eksempel netto kapitaliseringsmetoden, ble brukt om formålet passet. En aktør nevnte også «*direct comparison method*». Denne metoden er ikke gått nærmere inn på i litteraturstudiet.



Mest brukt metode for verdivurdering

En respondent beskrev at de hovedsakelig brukte DKA, men at de alltid har med et sammendrag som viser en forenklet beregning med yield-modell. Ved denne forenklete beregningen er markedsverdi satt som følger;

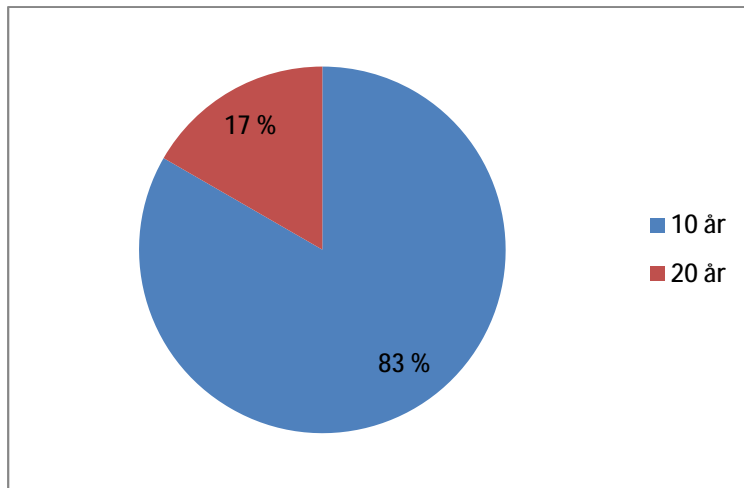
$$\text{Markedsverdi} = \frac{(\text{Brutto markedsleie} - \text{eierkostnader}) * \text{faktor for ledighet}}{\text{Yield}} - \text{vedlikeholdsetterslep}$$

Som verktøy beskrev alle at de hadde interne verktøy, som for eksempel Excel-ark, til å utføre beregningene. Kun en aktør nevnte i tillegg at de brukte Argus Software.

Spm. 2 - DKA periode og Exit-Yield

5 av 6 bedrifter som bruker DKA oppga at tidsperioden for analysen normalt er satt til 10 år. Og 1 av 6 oppga en normal periode på 20 år. Samtidig oppgav samtlige at perioden justeres om lengden på byggets leiekontrakter tilsier noe annet. 2 av 6 aktører setter exit-yield til det samme som dagens yield, på grunn av at variablene i eiendomsmarkedet ikke er mulig å forutsi gjennom 10 eller 20 år. 4 av 6 aktører vurderer exit-yield særskilt for hvert objekt.

Disse opplyser om at exit-yield normalt vil være høyere enn initial yield, siden det er knyttet til mer usikkerhet. Exit yield ble dedikert en del tid i enkelte intervjuer, men det ble ikke slått fast noen retningslinjer utover at den ofte er noe høyere enn initial yield. Alle 4 opplyser om at den estimeres særskilt i hvert tilfelle



Mest brukt lengde på kontantstrøm

Spm. 3 - Kilde for historisk datagrunnlag

Under alle intervjuene ble det gått gjennom kildene som ble brukt for å fremskaffe informasjon. Under denne diskusjonen ble særlig kvalitet på informasjonen gått gjennom. Det er av betydning hvor mye informasjon som kommer med av bygningstype, lokasjon, oppnådd leie/yield, osv. Felles kilder blant respondentene var:

Egen intern database

Alle respondentene i dette studiet har arbeidet i flere år med verdivurdering, og har etter hvert opparbeidet seg en betydelig database for datagrunnlag. I arbeidet med en verdivurdering har bedriftene innsyn i alle leiekontrakter og regnskap. Her har også aktøren mulighet for å lagre andre data som bygningsalder osv. Intervjuene ga inntrykk av at dette var en viktig kilde. Denne informasjonen er kun tilgjengelig internt for den enkelte bedrift.

Ringerunde til meglere/kjente innen bransjen

Samtlige respondenter hadde kontakter som de brukte for å få tilgang til nødvendig informasjon. For eksempel kan meglere være oppdatert på dagens leiepriser, da de kanskje kjenner til leieavtaler som nylig er inngått i området.

Markedsrapporter

Markedsrapporter (Newsec, Akershus Eiendom, DNB, osv.) ble oppgitt som kilde av samtlige. Disse er lett tilgjengelig, og det kommer nye rapporter jevnlig. Rapportene ble nevnt under ett, som kan tyde på at alle ble gjennomgått og ingen skilt seg mye ut. De åpne rapportene på markedet oppgir som regel tallmateriale som er knyttet til et bestemt område. Verdivurdere har ikke tilgang på mer informasjon som teknisk tilstand, og standard som er avtalt for lokalene. Dette er til motsetning mulig å legge inn i en egen database.

Statistisk Sentralbyrå

Her er det mulig å gå inn å se nøkkeltall som arbeidsledighet og trender i markedet. Tjenesten er helt gratis og lett tilgjengelig.

Arealstatistikk (tidligere Eiendomsverdi Næring)

Dette er en betalingstjeneste som 5 av 7 aktører abonnerte på. De gir tilgang på markedsleie og yielder for et område. På samme måte som markedsrapportene, så savnes det mer informasjon om objektet som er knyttet til oppgitt markedsleie.

Andre kilder

I tillegg var det enkelte kilder som bare ble nevnt hos en aktør. Disse er:

- Oxford Economics
- Real Capital Analytics
- Norges TakseringsForbund

Dette er å oppfatte som *de mest brukte kildene*. Det er mulig at aktørene også bruker andre kilder som ikke ble opplyst om på intervjuet.

Spm. 4 og 5 - Plassering av risiko

Seks av syv aktører hadde et klart svar angående plassering av markedsrisiko. Som likhet oppga 5 av 6 at markedsrisiko legges i avkastningskravet. Dette gjøres ved at verdien på forventet markedsleie brukes, og avvik fra dette tas hensyn til i avkastningskravet. Den siste aktøren justerer markedsleie for risiko, før den brukes i verdivurderingen.

For teknisk risiko svarte seks av syv aktører at dette bestemmes fra tidligere regnskap, erfaringer fra lignede eiendommer og eventuell teknisk due diligence. Forventede tall legges direkte i inn, og det kommer et påslag for teknisk risiko i avkastningskravet. Det var ikke et klart svar at den siste aktøren. Terminologien var noe uklar, og uttrykket bygningsrisiko ble også brukt.

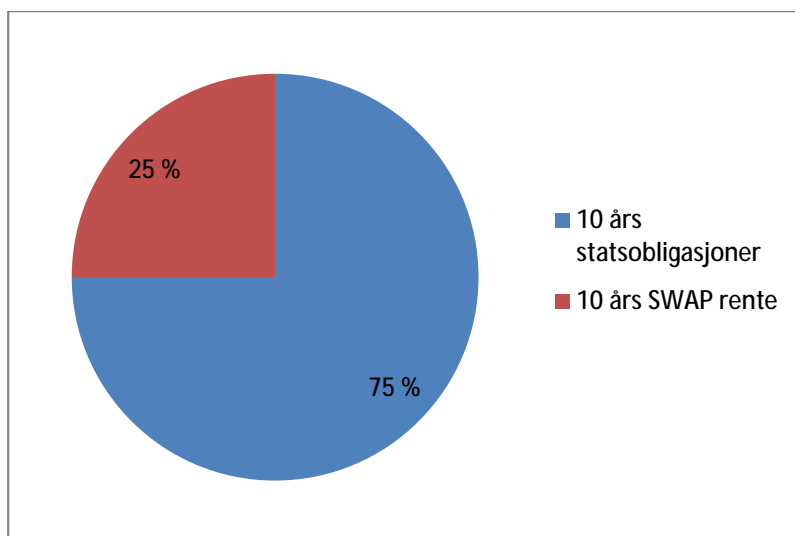
Bedriftsspesifikk risiko oppga seks av syv aktører at ble lagt inn i avkastningskravet. Den siste tok høyde for denne risikoen i leieprisen. To av aktørene oppga at leietagere ble delt inn i A, B og C leietagere for å skille mellom hvor mye risiko som ligger i betalingsevnen. De ble ikke slått fast noen klar grense mellom gruppene. Det ble forklart at A leietagere, stor sett, var statlige aktører med sikkert betalingsevne, mens C-leietagere var mindre bedrifter som gjerne var nylig oppstartet. To av aktørene nevnte at det kan være aktuelt å bestille ekstern kredittvurdering av leietagere, men det vil være for kostbart/tidkrevende å gjøre i hvert tilfelle.

Spm. 6 - Nivået på felleskostnader

Under intervjuene oppga fire av syv aktører at de justerte leieprisene for nivået på felleskostnader (FK). Om nivået på FK var unormalt høyt, vil verddivurderer justere markedsleie for bygget ned. Tilsvarende ble markedsleie juster opp, om bygget hadde lav felleskostnad. Samtidig oppga alle at FK settes som en kostnad for eier ved eventuell ledighet i bygget. Det ble ikke oppgitt noen kilder til informasjon rundt nivået på FK, annet enn interne databaser.

Spm. 7 - Risikofri rente

På intervjuene oppga 4 av respondentene svar på hva som ble brukt som risikofri rente. 3 av disse var 10-års statsobligasjon og en oppga 10-års swap-rente. De tre andre oppgav ikke et klart svar på hva som normalt ble brukt, og de er derfor ikke tatt med i figuren under.



Normalt brukt Risikofri rente