

INFORMASJON TIL KUNDER OM EGENSKAPER OG RISIKO KNYTTET TIL INVESTERING I EIENDOM (HERUNDER GJENNOM AKSJER, ANDELER OG INVESTORLÅN)

I forbindelse med enhver investering i et eiendomsprosjekt er det ulike risikoforhold som investor må ta stilling før tegning. Med investering i et eiendomsprosjekt menes her først og fremst egenkapitalinvestering gjennom aksjer eller andeler, men også for ytelse av investorlån med sikkerhet etter 1. prioritets panthaver.

Generelt om eiendomsinvesteringer

Eiendomsinvesteringer gir normalt avkastning i form av løpende utdelinger eller gevinst ved salg av eiendommen. I tillegg kan underliggende verdi på investeringen øke eller reduseres i forhold til det prisen var på tidspunktet investeringen ble gjort. Den totale avkastningen er summen av utdelinger og salgsgevinst, alternativt prisendring på investeringen.

Naturligvis søker investor en total avkastning som er positiv, dvs. som gir gevinst. Men det finnes også en risiko for at den totale avkastningen blir negativ, dvs. at det blir et tap på investeringen. Risikoen for tap varierer mellom ulike investeringer. Vanligvis er sjansen for gevinst på en investering koblet til risikoen for tap. Desto lengre tidsperspektiv man har for investeringen, desto større er sjansen for gevinst eller tap. Det finnes ulike måter å investere i eiendom på for å redusere risikoen. Vanligvis er det bedre risikomessig å investere i flere forskjellige eiendomsprosjekter enn i ett eller noen få. Disse investeringene bør da ha egenskaper som innebærer en spredning av risiko og ikke samlerisiko som kan utløses samtidig. Ved handel med utenlandske eiendomsinvesteringer oppstår også en valutarisiko.

Investering i eiendom er forbundet med en økonomisk risiko, hvilket vil bli nærmere beskrevet nedenfor. Kunden er selv ansvarlig for denne risikoen og må derfor gjøre seg kjent med de vilkår, prospekt eller liknende, som gjelder for tegning i slike eiendomsprosjekter og om investeringenes særskilte risikoer og egenskaper. Kunden må også fortløpende overvåke sine investeringer. Dette gjelder selv om kunden har fått individuell rådgivning i forbindelse med investeringen. Informasjon til bruk for overvåkning av den generelle verdiutviklingen på eiendom kan fåes gjennom massemedia, som for eksempel aviser og internett. Prosjekt spesifikk info kan fåes fra verdipapirforetaket selv. Om nødvendig, bør kunden av egen interesse reagere raskt, for eksempel ved å kvitte seg med investeringer som utvikler seg negativt eller å stille ytterligere sikkerhet ved investeringer som er finansiert med lån og hvor sikkerhetsverdien reduseres.

Kategorisering av risiko

Eiendomsverdier fastsettes normalt ved at gjeldende leieinntekter divideres med en *yield* (direkte avkastning), en prosentsats som fastsettes med bakgrunn i primært tre hovedfaktorer: Leietakers soliditet, eiendomsspesifikk risiko og gjeldende rentenivå/avkastningskrav. Eiendommens yield indikerer en forventet "uendelig" realavkastning for eiendomskjøpet.

Enhver vurdering av risikofaktorer i et unotert eiendomsprosjekt kan derfor splittes i tre undergrupper av risiko; leietakerrisiko, eiendomsrisiko og makrorisiko. I tillegg bør investor vurdere sluttverdirisiko (exitverdi), herunder risikoen for å kunne realisere investeringen. Disse fire undergruppene er redegjort for nedenfor. Det gjøres oppmerksom på at gjennomgangen ikke er uttømmende, og er kun ment å være eksempler på risiko innenfor gruppene.

Leietakerrisiko

Før en investering må eiendommens leietakere(e) vurderes. En av eiendommens risikoelementer er leietakers soliditet. Siden normalt hele investeringens inntekter kommer fra leietakerne, vil vurderingen av sikkerheten i denne inntektsstrømmen være sentral. Vurderinger som må gjøres inkluderer leietakernes regnskapsmessige soliditet, fremtidsutsikter for leietakernes bransje og deres konkurranseforhold.

Ved en diversifisert leietakersammensetning vil det kunne være tilstrekkelig å gjøre en overordnet vurdering av de fleste leietagere, mens det ved enbrugerbygg (kun en leietager pr eiendom) blir spesielt nødvendig med en grundig gjennomgang.

Hva gjelder ledighet i løpet av investeringsperioden vil en eiendom med kun én leietager med en lang leiekontrakt ventelig ikke ha noen ledighet i investeringsperioden. En diversifisert leietakersammensetning med både korte og lange leiekontrakter derimot vil ventelig oppleve noe ledighet i investeringsperioden. På den annen side vil en eiendom med kun én leietager oppleve et betydelig verdifall og konkurrisiko dersom leietaker ikke lenger kan betjene leien.

Det er for øvrig ikke nødvendig at leietaker blir insolvent for at eiendommen kan oppleve et verdifall som følge av leietakers utvikling. En økning i leietagers kredittrisiko, vil gi markedet en indikasjon om økt risiko knyttet til kontantstrømmen reflektert gjennom en påfølgende økning i eiendommens yield. Samtidig kan utleier tvinges inn i reforhandlinger før leieperiodens utløp dersom leietager får betalingsvansker og søker å løse dette blant annet gjennom leiereduksjoner.

Eiendomsinvesteringer er også utsatt for risiko ved tidspunkt for forlengelse av eksisterende leiekontrakt, både hva gjelder leienivå ved forlengelse og risiko for leietakers oppsigelse. Ordinære leiekontrakter inkluderer normalt forlengelsesvilkår til

markedsnivå, et nivå som er vanskelig å estimere flere år fram i tid. Dersom en ikke enes om nytt leienivå med leietagers påfølgende utflytting påløper betydelige kostnader knyttet til å skaffe ny leietaker, samt en periode hvor eiendommen ventelig ikke oppbærer leieinntekter.

Ved tidspunkt for investering skal også leietakers villighet til å relokalisere virksomheten evalueres. Enkelte leietagere, avhengig av leietagers bransje og eierskap, relokaliserer hyppigere enn andre, noe som nødvendiggjør en vurdering av leienivået for alternative leietagere.

Eiendomsrisiko

Utover eiendommens leietager er det flere lokale risikofaktorer knyttet til selve eiendommen. Disse er relatert til fremtidig bruk, leiepotensial og nivå på driftskostnader. For eksempel vil eiendommens potensial variere i forhold til hvilken regulering eiendommen og dets naboeiendommer har, samt hvor stor grad av fleksibilitet lokale myndigheter gir for en eventuell omregulering. En eiendom regulert til kontorformål i et område som i stadig større grad benyttes til bolig, vil ha økt risiko for verdifall, dersom en konvertering til bolig er uaktuelt, eller at slik omregulering ikke tillates.

Tilsvarende vil endringer i lokalområdet knyttet til andre eiendommers leietakersammensetning, utvikling av offentlig infrastruktur og kommunikasjon være et risikoelement for verdiutviklingen. Dette betyr at det er en politisk risiko knyttet til enhver eiendomsinvestering. Uavhengig av arbeid som legges ned i å verdiutvikle en eiendom, kan verdiutviklingen reduseres på grunn av beslutninger som gjøres på lokalt politisk nivå.

Verdiutviklingen av eiendommen vil også påvirkes av lokal etterspørsel, og dermed forventninger knyttet til lokalmarkedet. Selv om den generelle prisutviklingen i eiendomsmarkedet i stor grad styres av makroforhold som rentekostnader (se nedenfor), vil særegne lokale forventninger også påvirke prisen. Dette gjelder for eksempel antallet nyetableringer i området. Et økende tilbud av areal innenfor et område kan da også påvirke markedet både positivt (nye arealer med høy standard øker områdets attraktivitet) og negativt (mye ledig areal).

Siden eiendomsinvesteringer i stor grad prises basert på en nettoleie dividert på en yield, er det nødvendig å ta stilling til risikoen knyttet til eiendommens løpende driftskostnader og fremtidig vedlikeholdsbehov. Selv om de fleste eiendomsinvesteringer forutsetter at ordinære driftskostnader kan viderefaktureres leietager som felleskostnader, er det nivået på leietagers samlede leiekostnad (leie + felleskostnader) som er relevant. Følgelig bør investor før gjennomføring av en eiendomsinvestering vurdere hvorvidt eiendommens driftskostnadsnivå er innenfor det normale.

Av det som normalt defineres som eierkostnader er det kostnadsposter som vedlikehold, utskiftninger og leietakertilpasninger som må vurderes. Risikoen gjelder både nivået på eierkostnadene og når de påløper. Selv om det er vanlig med en teknisk gjennomgang av eiendommen før investering, vil en teknisk due diligence ikke avdekke alle fremtidige vedlikeholdsbehov. Levetiden på tekniske anlegg varierer, og dette gjør det vanskelig å forutse når utskifting må gjennomføres. Innføring av eiendomsskatt (eventuelt en økning av allerede innført eiendomsskatt) er også en risiko som må vurderes for alle norske og internasjonale eiendomsinvesteringer.

Makrorisiko

Enhver investering i eiendom er risikoutsatt for endringer i makroøkonomiske faktorer. Som det fremgår ovenfor avhenger utviklingen i eiendomsyielden av blant annet markedets rentenivå. Siden både lange og korte renter fastsettes med basis i den generelle utviklingen av nasjonal og internasjonal økonomi, vil følgelig de fleste makroøkonomiske faktorer (for eksempel arbeidsledighet, økonomisk vekst, produktivitetsutvikling og befolkningsutvikling) påvirke eiendomsmarkedet.

Siden renteelementet i yielden skal representere hele finansieringskostnaden, vil også utviklingen i marginnivået hos långiverne og avkastningsforventningene til egenkapitalen påvirke eiendomsverdien. I en periode med lav utlåsvillighet (eksempelvis høy margin og lav utlånsgrad) hos bankene kan en med andre ord påregne at yielden øker. I tillegg vil også refinansieringsrisikoen øke i en slik periode.

Som en konsekvens av at rente-/avkastningsnivået i yielden i stor grad styres av utvikling av makroøkonomiske forhold vil utviklingen av dette elementet være lite forutsigbar.

Den politiske risikoen som er beskrevet ovenfor på lokalt nivå, eksisterer også på makronivå. Endring av spesielt skatte- og avgiftspolitikken i et land kan påvirke verdiutviklingen av eiendom som aktivklasse. I Norge vil for eksempel endringer i formuesbeskatningen, nivå på ligningsverdier og innføring av eiendomsskatt være faktorer som påvirker verdiutviklingen av eiendom.

Alle ovennevnte faktorer påvirker også psykologien i markedet, som igjen kan både forsterke og redusere effekten av disse.

Sluttverdirisiko

Generelt presenteres eiendomsinvesteringer som et investmentcase, med løpende resultatutvikling over en gitt periode og avsluttet med et salg. Siden denne perioden ofte er 10 år eller mer blir det stor usikkerhet knyttet til sluttverdien som forutsettes. Investor må derfor selv vurdere hvorvidt sluttverdien er realistisk og om en reduksjon av sluttverdien vil medføre at investeringen ikke lenger er attraktiv.

Eiendomsinvesteringer er en aktivaklasse som kan være lite likvid og vanskelig å realisere. Dette gjelder spesielt syndikerte eiendomsinvesteringer, hvor det å få tilgang til underliggende verdier ofte krever et salg av hele eiendommen. Som følge av et lite effektivt marked for annenhånds salg av aksjer og andeler i slike eiendomsselskap, må det påregnes at et salg av slike aksjer/andeler uten at hele eiendommen selges medfører et tap i forhold til eiendommens virkelige verdi. Risikoen for en likviditetsrabatt av denne typen er vanlig i de fleste eiendomsinvesteringer.

Finansieringsrisiko

Eiendomsinvesteringer vil ofte være beheftet med en belåning. En slik grad av belåning vil kunne øke risikoen for tap på de investerte midler ettersom et fall i verdien på underliggende aktiva vil gi et større utslag på den investerte kapitalen (enn om investeringen ikke var lånefinansiert). Eksempelvis vil en verdireduksjon på kun 20% av en eiendom/andel i en eiendom medføre at hele den investerte egenkapitalen i prosjektet er tapt ved en belåning av prosjektet på 80%.

Eventuelle rentesvingninger vil også kunne innvirke direkte på investors avkastning. Selv om Selskapet inngår rentesikringsforretninger for lånefinansieringen må det påregnes at realrentenivået over tid vil være en vesentlig faktor i verdiutviklingen for eiendommene. Indirekte vil også det nominelle rentenivået kunne påvirke leienivået ved fornyelse av leiekontraktene. Rentekostnader vil utgjøre en vesentlig kostnad for Selskapet. En økning i rentenivået, kan derfor utgjøre en likviditetsbelastning for Selskapet. Selskapet vil være utsatt for refinansieringsrisiko ved utløpet av løpetiden for Selskapets lånefinansiering.