



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

AIF-forvaltere og alternative investeringsfond

Verdsettelse og giring i eiendomsfond

16. desember 2024



1. Innledning	3
2. Verdivurderinger	3
2.1. Krav og forventninger.....	3
2.2. Observasjoner og kommentarer.....	4
3. Bruk av finansiell giring	4
3.1. Krav og forventninger.....	4
3.2. Observasjoner og kommentarer.....	5
4. Rapportering av giring til investorene	6
4.1. Krav og forventninger.....	6
4.2. Observasjoner og kommentarer.....	6
5. Særskilte krav til årsrapporten for fondet	6

1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført en undersøkelse blant 15 AIF-forvaltere for å kartlegge enkelte forhold knyttet til verdsettelse av eiendeler og beregning og overvåking av finansiell giring i eiendomsfond. Resultatene viser betydelig forskjeller i praksis, og undersøkelsen tyder på at flere av foretakene har mangelfulle rutiner på vesentlige områder. Det er Finanstilsynets vurdering at manglene kan ha satt fond og investorer i en dårligere posisjon enn nødvendig, spesielt i et marked med fallende priser på næringseiendom.

Finanstilsynet fremhever nødvendigheten av grundige kontroller og rutiner for verdivurdering og giring, og forventer at forvalterne nøye gjennomgår sine rutiner for å sikre etterlevelse av kravene¹.

I punkt 2-4 oppsummeres Finanstilsynets viktigste observasjoner og påpekninger i forbindelse med undersøkelsen. I rapportens punkt 5 informeres det om enkelte krav til innholdet i årsrapporten som skal utarbeides for hvert enkelt fond. Årsrapporten skal gi investorer viktig informasjon om eiendeler, verdier og utvikling, og det er viktig å være oppmerksom på at regelverket inneholder særskilte krav til oppsett og innhold.

Finanstilsynet forventer at depotmottakerne følger opp sine kontrollforpliktelser i oppfølgingen av eiendomsfond. Finanstilsynet vil følge opp foretakenes etterlevelse ved tilsyn.

2. Verdivurderinger

2.1. Krav og forventninger

Undersøkelsen viser at foretakene må vie større oppmerksom på følgende²:

- AIF-forvalter er ansvarlig for å verdsette fondets eiendeler. Dette gjelder også der forvalter innhenter eksterne verdivurderinger.
- AIF-forvalteren må utarbeide og følge rutiner og prosedyrer for verdivurdering som sikrer en forsvarlig, korrekt og pålitelig verdsettelse av fondets eiendeler, basert på innhentet informasjon fra tilgjengelige kilder og egne vurderinger.
- AIF-forvalteren må gjøre en rimelighetsvurdering av innhentede verdivurderinger og kontrollere at premissene som ligg til grunn for verdsettelsen samsvarer med den faktiske situasjonen. Verdien må kontrolleres ved å blant annet hensynta observerbare faktorer i markedet og fondsspesifikke omstendigheter. AIF-forvalters kontroller skal sikre at eiendelene er korrekt verdsatt til virkelig verdi.
- Det må utarbeides egne og tilpassede verdivurderingsrutiner for hvert enkelt fond under forvaltning.
- AIF-forvalteren skal beregne verdien av fondets eiendeler og netto andelsverdi regelmessig og minst én gang i året. Verdivurderingene skal baseres på forvalters retningslinjer for korrekt og uavhengig verdivurdering av fondets eiendeler. Det skal

¹ Det vises til AIF-loven ed forskrifter, herunder forordning (EU) 231/2013, som inntatt i AIF-forskriften § 8-1.

² Se krav i AIF-loven § 3-10 og art. 3, samt art. 67 til art. 74 i forordning (EU) 231/2013.

for hver type eiendel dokumenteres hvordan forvalteren har kommet frem til korrekt verdsettelse.

- AIF-forvalteren må ha rutiner for å overvåke og vurdere om verdiene på fondets eiendeler er korrekt verdsatt, og vurdere om tiltak skal iverksettes.

2.2. Observasjoner og kommentarer

Samtlige AIF-forvaltere i undersøkelsen innhenter ekstern verdivurdering fra ett eller flere selskap. De eksterne verdivurderingene omfatter som hovedregel kun verdi på eiendommene på et gitt tidspunkt, og forutsetter normalt et likvid marked med villige kjøpere og selgere. Verdivurderingene innhentes som regel 1-2 ganger per år.

De fleste av AIF-forvalterne beskriver at det gjøres regnskapsmessige justeringer for kontanter, gjeld, skatt, derivater, o.l. ved verdiberegningen. Enkelte AIF-forvaltere beskriver at det foretas kvalitetskontroller av ekstern verdivurdering opp mot mulige faktiske feil. For et stort antall AIF-forvaltere tyder tilbakemeldingene på at det ikke gjøres egne løpende markedsmessige vurderinger, og eventuelle justeringer av innhentede eiendomsverdier.

Forvalters retningslinjer skal inkludere en prosess for å kontrollere verdien av de enkelte eiendelene. Ved bruk av ekstern verdsetter må det etableres rutiner for informasjonsutveksling mellom forvalter og verdsetter. Det er ikke tilstrekkelig å bruke den eksterne verdsettingen uten å vurdere om underliggende faktorer fortsatt representerer gjeldende markedssituasjon, eller uten at fondsspesifikke faktorer er tilstrekkelig vurdert. Forvalteren må vurdere om endringer som rentenivå, relevante risikopremier, lavere likviditet og risikoer knyttet til mulig refinansiering påvirker realiserbar verdi av eiendelene. Manglende evne til å refinansiere lån, eller hente inn ytterligere kapital, kan øke risikoen for salg i en markedssituasjon med lavere likviditet og mangel på kjøpere, noe som kan medføre verditap. I et marked med lavt transaksjonsnivå og usikkerhet rundt prissetting, øker behovet for kontroll med kriteriene som påvirker verdiene.

Det er svært få indikasjoner på at det gjennomføres løpende overvåking og vurderinger av hvordan forhold som rentenivå, forfall på lån, andre lånebetingelser og utløp av leiekontrakter kan påvirke fondets finansielle stilling.

3. Bruk av finansiell giring

3.1. Krav og forventninger

Undersøkelsen viser at foretakene må vie større oppmerksomhet på følgende³:

- For alternative investeringsfond som benytter finansiell giring skal AIF-forvalteren fastsette grenser for tillatt maksimal giring. AIF-forvalteren skal kunne godtgjøre at grensene for hvert fond er forsvarlige, og at de til enhver tid overholdes.
- Der et alternativt investeringsfond indirekte investerer i eiendom gjennom kontrollerte selskaper skal giring, slik som lån i de kontrollerte selskapene, medberegnes ved kalkulering av fondets giring.

³ Se AIF-loven § 3-8 og art. 6 til art. 11 i forordning (EU) 231/2013.

- Finanstilsynet forventer at AIF-forvaltere som benytter giring har et rammeverk for risikostyring som inkluderer planlegging av konkrete tiltak der det er risiko for overskridelse av fastsatte grenser.

3.2. Observasjoner og kommentarer

Besvarelsene indikerer store forskjeller med hensyn til om og hvordan AIF-forvalterne setter grenser for tillatt maksimal finansiell giring. Der grenser oppgis, fremstår disse mer som gjengivelse av eksterne krav fra långivere relatert til betingelser for fremmedfinansiering, enn som sentrale komponenter i en helhetlig risikostyringsprosess utviklet av foretaket.

Det er begrenset med informasjon i besvarelsene om hvordan AIF-forvalterne fastsetter og overvåker grenser for giring, og hvilke tiltak som er planlagt ved eventuell overskridelse av grensene.

Det fremgår ikke av svarene at AIF-forvalterne har prosesser for løpende vurderinger av eiendeler, og hvorvidt det foreligger risiko for at verdien på eiendelene faller, og hvordan dette påvirker risikoen for overholdelse av fastsatte grenser for giring og eventuelt behov for refinansiering. Enkelte AIF-forvaltere som har fond med flere underliggende eiendomsselskaper svarer at de ikke opererer med fastsatte giringsgrenser per eiendomsselskap med tilhørende investering, men heller har en målsetting om å holde giring på fondsnivå innen gitte rammer, uten at det er gitt nærmere beskrivelser av disse.

Det var vanskelig utfra innhentede opplysninger å få et godt inntrykk av hvordan AIF-forvalterne vurderer refinansieringsrisiko, samt risiko for å måtte gjennomføre ekstraordinære kapitalinnhentinger. Enkelte AIF-forvaltere synes utelukkende å ha oppmerksomhet på refinansiering ved forfall, og bare et fåtall inkluderer risiko for brudd på lånebetingelser ved verdifall. Enkelte AIF-forvaltere skriver at utbyttebetalinger helt eller delvis er redusert for å bygge buffere. Investorer i enkelte fond er varslet om risiko for at det kan oppstå behov for å innhente mer egenkapital.

AIF-forvalteren skal kunne godtgjøre at de fastsatte grensene for finansiell giring er forsvarlige, og at de til enhver tid overholdes. Det må settes maksimumskrav for giring i hele strukturen. Dersom det er, eller kan være giring i datterselskaper, skal prosedyrer for grensesetting og overvåkning være utarbeidet. Finanstilsynet forventer at AIF-forvaltere fastsetter hensiktsmessige grenser utfra fondets risikoprofil, samt har rutiner for risikostyring som inkluderer mulige konkrete tiltak i tilfelle det er fare for overskridelse av fastsatte grenser.

Undersøkelsen viser at det benyttes forskjellige fremgangsmåter ved beregning av hvor stor andel gjelden utgjør som andel av investeringen. Den vanligste beregningen er lån som en del av brutto eiendomsverdi (Loan-to-Value (LTV)).

AIF-forvaltere skal ved beregningen av finansiell giring inkludere lån i kontrollerte selskap når strukturene er satt opp med formål å øke eksponeringen mot underliggende eiendeler. Dette gjelder typisk for lån som opptas i holdingsselskap for å øke eksponeringen i en eiendom.

De aller fleste AIF-forvalterne i undersøkelsen, som benytter finansiell giring, har satt opp holdingselskap i fondsstrukturen for å øke eksponering mot de underliggende eiendommene. Det er store forskjeller i hvilken grad forvalteres beregninger av finansiell giring reflekterer giring i underliggende selskaper. Gjennomgang av regnskapsopplysninger indikerer at det er ekstern belåning i de fleste datterselskaper, også der AIF-forvalteren oppgir at fondet ikke er belånt.

Finanstilsynet legger til grunn at AIF-forvaltere som forvalter alternative investeringsfond med giring i kontrollerte underselskaper reflekterer alle eiendeler og giring i den periodiske Annex IV rapporteringen til Finanstilsynet.

4. Rapportering av giring til investorene

4.1. Krav og forventninger

Undersøkelsen viser at foretakene må vie større oppmerksomhet på følgende⁴:

- Forvalter skal i periodisk rapportering til investorer, informere om endringer i giringsgrenser og den samlede finansielle giring som er benyttet i AIF-strukturen.
- AIF-forvalterne må i rapporteringen til investorene informere i større detalj om giring.

4.2. Observasjoner og kommentarer

Undersøkelsen avdekket at det er store forskjeller i hvordan AIF-forvaltere informerer om giring i rapporteringen til investorene. Enkelte AIF-forvaltere inkluderer både samlet giring i hele AIF-strukturen og giring i de enkelte datterselskaper. Andre beskriver kun samlet giring. Enkelte AIF-forvaltere inkluderer svært få detaljer om giringen i rapporteringen, og én AIF-forvalter svarer at giring kun opplyses til Finanstilsynet.

5. Særskilte krav til årsrapporten for fondet

Årsrapporten til fondet skal omfatte de deler og opplysninger som følger av AIF-loven § 4-1 og forordning (EU) 231/2013, artikkel 103 - 107⁵. Finanstilsynet gjør oppmerksom på at de krav som stilles til årsrapporten ikke fullt ut er sammenfallende med kravene til årsregnskap og årsberetning i årsrapporten som omtalt i regnskapslovgivningen og i aksjelovgivningen. For eksempel avviker oppstillingsplanen i artikkel 104 fra regnskapsloven § 6-2.

Årsrapporten skal inneholde følgende, og som nærmere presisert i forordningen:

- Balanse, eller oversikt over eiendeler og forpliktelser, som spesifisert i artikkel 104
- Resultatregnskap (redegjørelse over inntekter og utgifter), som spesifisert i artikkel 104
- Virksomhetsberetning for regnskapsåret, som spesifisert i artikkel 105
- Opplysninger om eventuelle vesentlige endringer, som spesifisert i artikkel 106
- Opplysninger om godtgjørelse, som spesifisert i artikkel 107

Balansen eller oppstillingen over eiendeler og forpliktelser, samt resultatregnskapet, skal være på formatet og minst inneholde den informasjonen som er spesifisert i art. 104 i forordningen. Fondets eiendeler består av alle kontrollerte eiendeler i hele strukturen, og

⁴ Se AIF-loven § 4-3 annet ledd og art 108 og 109 i forordning 231/2013

⁵ Særskilte regler gjelder for alternative investeringsfond som utsteder omsettelige verdipapirer opptatt til handel på regulert marked.

disse skal være korrekt verdsatt til virkelig verdi. Netto eiendeler er residualverdien av fondets eiendeler etter fradrag for alle forpliktelser.

Regnskapsopplysningene i årsrapporten skal revideres av revisor, som nevnt i AIF-loven § 4-1 fjerde ledd. AIF-forvaltere må gi opplysninger til revisor om hvorvidt årsrapporten er utarbeidet i samsvar med lovkravene.

AIF-forvaltere må påse at den årsrapporten som utarbeides for 2024 er i samsvar med kravene.

Finanstilsynet
Revierstredet 3
P.O. Box 1187 Sentrum
NO-0107 Oslo

Tel. +47 22 93 98 00
post@finansilsynet.no
finansilsynet.no

