

1 RESYMÉ

Styret i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA har siden årsskiftet 2013/14 jobbet med strategiske alternativer for datterselskapet Sveareal AS. Sommeren 2014 ble prosessen utvidet til å inkludere den norske virksomheten av FORTIN AS. I denne redegjørelsen forklares de ulike aspektene i prosessen. Alle aksjonærer oppfordres til å lese innholdet i denne redegjørelsen nøye.

Arbeidet med å kartlegge og vurdere de ulike strategiske alternativer har vært svært omfattende og tidvis vanskelig. Det foreligger nå en løsning i form av et bindende bud på hele eiendomsporteføljen til DnB NOR Eiendomsinvest I ASA (med unntak av Handespark Invest I AS), fra Starwood Capital Group. Budet innebærer at FORTIN AS med underliggende selskaper og eiendommer, samt de svenske datterselskapene til SveaReal Fastigheter AB (selskap 100 % eid av SveaReal AS), selges til en samlet eiendomsverdi av ca. 11 milliarder norske kroner.

Det er kun budet fra Starwood som har vært tilstrekkelig interessant for styret til å innlede eksklusive forhandlinger. Basert på en totalvurdering anser styret det forelagte budet som det beste tilgjengelige alternativet. Styret anbefaler derfor aksjonærene i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA til å stemme for et salg.

Betingelsene og konsekvensene av budet vil bli gjennomgått i detalj i ekstraordinær generalforsamling 12. januar 2015, hvor aksjonærene kan stemme over budet. Styret mener det er viktig at aksjonærene tar selvstendig stilling til budet, og oppfordrer alle aksjonærer til å delta på generalforsamlingen.

2 BAKGRUNN

DnB NOR Eiendomsinvest I ASA med datterselskapet FORTIN AS (tidligere DnB NOR Eiendomsfond AS) ble etablert ved årsskiftet 2005/06. Målsettingen var å tilby en mulighet for å investere i forretningseiendom uten å måtte kjøpe eiendom direkte, eller å måtte være involvert i daglig drift og forvaltning. Planen var at DnB NOR Eiendomsinvest I ASA skulle ha en levetid på 10 år, med en oppbyggingsfase på 2 – 3 år, deretter en forvaltningsfase på 5 – 7 år, etterfulgt av en nedbyggingsfase på 1 – 2 år. Basert på et definert investeringsmandat ble det i perioden fra 2006 -2008 inngått avtaler om kjøp av eiendom i Norge og Sverige for tilsammen NOK 14 mrd. En rekke eiendomsprosjekter, innenfor ulike næringssektorer i ulike byer i inn- og utland, ble vurdert i oppbyggingsfasen. Mange prosjekter som ble presentert for styret ble forkastet. Tegnet aksjekapital utgjorde ca. NOK 4 mrd. fordelt på ca. 7 000 aksjonærer.

Investeringene i norsk og svensk eiendom var ment å gi en avkastning ut ifra en god løpende kontantstrøm, forventning om stigende leiepriser som følge av den generelle prisstigningen, samt fortsatt god økonomisk aktivitet i både Norge og Sverige. DnB NOR Eiendomsinvest I ASA bygde opp en diversifisert portefølje med gjennomgående solide leietagere med lange leiekontrakter. Samtidig ble DnB NOR Eiendomsinvest I ASA i hht. den opprinnelige planen finansiert høyt, med ca. 75% belåning. Lånerentene ble bundet i gjennomsnitt 10 år tilsvarende selskapets mandatperiode. Rentesikring var normalt for denne typen transaksjoner i kjølvannet av rentefallet midtveis i 2000-tallet, og gjort for å fjerne risikoen for en renteoppgang. Lånemarginene var på dette tidspunkt ca. 0,75%. Bindingsperiodene for marginen var i gjennomsnitt 3 år.

3 HISTORISK UTVIKLING

Finanskrisen høsten 2008 medførte en klar nedgang i eiendomsverdiene i både Norge og Sverige. Samtidig ble kapitalmarkedene vesentlig mer utfordrende, og prisen på lån økte betraktelig. Dette ga seg utslag i økte marginer på samtlige lån etter hvert som marginbindingene løp ut. Ved utgangen av 2013 var gjennomsnittlig rentemargin på DnB NOR Eiendomsinvest I ASAs innlån 2,26%, tilsvarende 150 rentepunkter (1,5 prosentpoeng) høyere enn ved kjøp av eiendommene. På årsbasis betyr dette ca. NOK 124 mill. i økte finansieringskostnader.

Fra 2010 og fram til 2014, utviklet både norsk og svensk økonomi seg positivt. Verdifallet på næringseiendom stoppet opp, og ble erstattet av en viss verdiøkning. Den høye belåningsgraden på eiendomsporteføljen, som straffet egenkapitalen hardt ved fallende eiendomsverdier, ga nå et visst løft opp igjen. Aktiviteten var økende og konjunktorene gode for næringslivet. Leienivåene beveget seg oppover. Samtidig utviklet enkelte av de kjøpte eiendommene, særlig i Sverige, seg negativt i forhold til markedet for øvrig. Et fellestrekk var at i disse eiendommene hadde man leietakere med lange kontrakter inngått på høye nivåer. For noen leietakere hadde finanskrisen i mellomtiden endret deres behov. Ved disse kontraktenes utløp måtte lokalene enten leies ut til lavere priser for å beholde leietagerne i et vanskelig marked, eller de ble i noen tilfeller fraflyttet.

For både virksomheten i Norge og Sverige medførte imidlertid kombinasjonen lav prisstigning, økte rentemarginer, samt behov for kapital til leietagertilpasninger og vedlikehold, et behov for likviditetstilførsel. I Norge stilte DNB Bank ASA først en trekkfasilitet til disposisjon. Høsten 2011 ble det også gjennomført en emisjon på NOK 250 mill. i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA, hvor DNB Bank ASA garanterte fulltegning og innbetalte ca. 94% av emisjonen.

Denne kapitaltilførselen muliggjorde igjen en nødvendig kapitalutvidelse i SveaReal AS i 2.kvartal 2012, som FORTIN AS da eide 41% av. Emisjonen ble garantert av FORTIN AS, med 100 % fortrinnsrett for eksisterende aksjonærer. Kursen ble satt til NOK 2 500,- pr. aksje, en rabatt på ca. 50% i forhold til verdijustert egenkapital. Et begrenset antall av aksjonærene benyttet sin tegningsrett, slik at FORTIN AS tegnet 79% i samsvar med fulltegningsgarantien. Eierandelen økte dermed fra 41% til ca. 61%. FORTIN AS hadde i perioden 2010-2011 undersøkt markedet for salg av sin 41% eierandel i SveaReal AS. En aksjepost på under 50% viste seg imidlertid utfordrende å selge til akseptable betingelser.

I desember 2012 gjennomførte DnB NOR Eiendomsinvest I ASA neste trinn av strategien i Sverige; den svenske virksomheten skulle samles til ett selskap, med en størrelse og sammensetning som ble vurdert som relevant, både for en børsnotering i Sverige, eller eventuelt for et salg av hele SveaReal-porteføljen. SveaReal AS kjøpte FORTIN AS' direkte eide portefølje i Sverige (inntil da eid gjennom FORTIN Properties AB). Denne transaksjonen medførte at FORTIN AS økte sin eierandel i SveaReal AS fra ca. 61 % til ca. 78 %.

4 MANDAT TIL Å SKAPE LIKVIDITET I AKSJEN

Da DnB NOR Eiendomsinvest I ASA ble etablert i 2005/06 var en av premissene at selskapet skulle ha en levetid på 10 år, men med mulighet for forlengelse. Innenfor denne perioden var ambisjonene å realisere hele porteføljen, slik at aksjonærene skulle få tilbakebetalt innskutt kapital med avkastning i investeringsperioden. På ordinær generalforsamling i mai 2014 ble mandatet forlenget fra 30. juni 2016 til 30. juni 2019. Begrunnelsen var bl.a. å kunne skape likviditet i investeringen i Sverige, ved mulig børsnotering eller eventuelt salg, men unngå at den opprinnelige tidsrammen skulle være begrensende i forhandlinger med potensielle kjøpere. Underveis viste dette seg å være en riktig beslutning. Press fra kjøpere i forhold til mandatperiode kunne lett tilbakevises, basert på den forlengelse som var vedtatt. Under generalforsamlingen i mai ble det også tydelig kommunisert at styret til enhver tid ville vurdere det mest hensiktsmessige tidspunkt for en realisasjon med tilhørende tilbakebetaling til aksjonærene, uavhengig av den foreslåtte forlengelsen.

Strategien for å skape likviditet for aksjonærene var først å selge virksomheten i Sverige, enten som et rent salg, eller eventuelt ved en børsnotering. Likviditeten som styret forventet å generere gjennom salget av den svenske virksomheten skulle benyttes til tilbakebetaling til aksjonærene, nedbetaling av lån i Norge, samt tilførsel av nødvendig arbeidskapital for å utvikle verdien av den norske porteføljen. I Sverige engasjerte SveaReal AS ved årsskiftet 2013/14 tre finansielle rådgivere for å bistå med salg eller børsnotering. Arbeidet har fulgt en ordinær prosess, hvor forberedelse til børsnotering har gått parallelt med markedsføring av SveaReal / porteføljen overfor investorer i Sverige og internasjonalt. Det ble valgt en bred markedsføring og strukturert prosess mot nærmere 50 mulige interessenter. I begynnelsen av mai 2014 forelå det indikative bud fra syv ulike svenske og internasjonale interessenter. Antydte pris innebar en rabatt på 3 – 12 % sammenlignet med SveaReal AS' egne vurderinger av markedsverdi på eiendomsmassen. Det tilsvarte en rabatt på egenkapitalen på 9 – 28 %.

SveaReal AS valgte å gå videre i forhandlinger med de mest lovende interessentene. Dette innebar å gi tilgang til mer omfattende informasjon om SveaReal konsernet og dets eiendommer, møter med ledelsen i SveaReal AS, samt inspeksjon av utvalgte eiendommer. Denne prosessen pågikk frem til juni 2014.

Frem til sommeren opplevde svensk økonomi, og for så vidt store deler av verden, økt økonomisk usikkerhet. Samtidig presenterte den svenske regjering også forslag til nye skatteregler, noe som skapte ekstra usikkerhet om verdiene av akkumulerte og fremtidige skatteposisjoner. Dette resulterte i at SveaReal AS kun fikk inn et lite antall bekreftende bud, kun fra internasjonale aktører. Budene var på klart lavere nivåer enn de verdier ledelse og styre i SveaReal AS tidligere hadde vurdert eiendommene til og kommunisert eksternt. Budene var også klart lavere enn de indikasjoner SveaReal AS hadde fått innledningsvis i salgsprosessen. Styret i SveaReal AS fant ikke nivået akseptabelt, og salgsprosessen ble derfor utsatt til etter sommeren.

Verdivurderingene i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA har historisk blitt gjennomført av eksterne verdivurderingsselskap. Gjennom den strukturerte prosessen som er gjennomført i SveaReal konsernet, er erfaringen at verdiene av eiendomsporteføljen vurderes lavere av markedet enn de tidligere kommuniserte tall. Det skyldes blant annet et økt identifisert investeringsbehov i eiendommene og en øket risikovurdering av ledige lokaler. Den antatte verdi av akkumulerte og framtidige skattemessige underskudd er dessuten redusert, som følge av den usikkerhet som er skapt ved forslaget til endrede skatteregler, og basert på at kjøper ikke klarer å utnytte disse fullt ut.

5 DEN FREMFORHANDLENDE TRANSAKSJONSMULIGHET

Før påske i 2014 fikk DnB NOR Eiendomsinvest I ASA en henvendelse fra Starwood Capital Group, med forespørsel om det kunne være av interesse å få et bud på FORTIN AS med underliggende eiendommer i Norge. Styret vurderte at man hadde en forpliktelse overfor aksjonærene til å undersøke muligheter for likviditet i investeringen med påfølgende tilbakebetaling til aksjonærene, og gikk dermed i dialog med tilbyder. Det tilbudet DnB NOR Eiendomsinvest I ASA da mottok ble ikke vurdert som tilfredsstillende av styret, og ble dermed avslått. Mot slutten av mai kom Starwood Capital Group tilbake med et forbedret tilbud på den norske porteføljen. Styret i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA vurderte dette som mer interessant, og knyttet til seg Pareto Project Finance AS (Pareto) som finansiell rådgiver i prosessen. Det ble samtidig gitt beskjed til budgiver at et salg i Norge forutsatte en transaksjon i Sverige basert på den strukturerte prosessen som allerede var igangsatt. Starwood Capital Group fikk i hht. normale prosedyrer tilgang til en del nøkkelinformasjon om eiendommene og leverte bud på eiendommene i Norge. Styret vurderte budet og konkluderte igjen med at prisen var for lav. Gjennom sommeren ble imidlertid prisen i Norge løftet i flere omganger, og endelig tilbud tilsvarte nivået anslått av de av eksterne verdivurderingsselskap. Imidlertid gjenstod fortsatt forutsetningen om en realisasjon av virksomheten i Sverige til akseptable betingelser.

Det var også Starwood Capital Group som hadde kommet med det høyeste tilbudet på SveaReal- porteføljen i den strukturerte salgsprosessen som ble satt på hold i juni 2014. Starwood Capital Group sin interesse for

eiendomsporteføljen i begge landene åpnet for dypere forhandlinger gjennom sommeren 2014. DnB NOR Eiendomsinvest I ASA klarte gjennom disse å oppnå bedre betingelser.

Basert på dette besluttet styrene i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA og SveaReal AS i august å inngå en eksklusivitetsavtale med Starwood Capital Group, slik at en kunne starte en gjennomgang av FORTIN AS og SveaReal (due diligence) og salgskontrakter kunne utarbeides. Selskapsgjennomgangen har vært omfattende både i Norge og Sverige. Det er gjennomført full juridisk, finansiell og teknisk gjennomgang av SveaReal-porteføljen og FORTIN AS-porteføljen. Normalt vil en kjøper finne forhold ved eiendommene som det er rimelig å gi fradrag i prisen for, i dette tilfellet av kjøperen oppgitt til å være begrensede. Ved at man har hatt mulighet til å forhandle de to transaksjonene parallelt og samlet, ble alle fradrag for funn i denne prosessen unngått.

Likevel er den fremforhandlede pris lavere enn det styret for et år siden anså som mulig å selge SveaReal-porteføljen for. Det foreligger dermed ikke noe pristilbud på Sveareal-porteføljen som ville kunne tilføre vesentlig likviditet som kunne blitt brukt til å utvikle og skape verdier i den norske porteføljen, slik som først antatt.

Det foreligger således nå et bindende bud på hele eiendomsporteføljen til DnB NOR Eiendomsinvest I ASA, med unntak av Handespark Invest I AS. Budet innebærer at FORTIN AS med underliggende selskaper og eiendommer selges i tillegg til de svenske datterselskapene til SveaReal Fastigheter AB. Transaksjonene gjennomføres som to separate transaksjoner. Betingelsene og konsekvensene av budet vil bli lagt frem for aksjonærene i ekstraordinær generalforsamling.

Hovedpunktene er som følger:

		EIENDOMSVERDI
FORTIN AS	NOK	4 648 mill.
SVEAREAL AS	SEK	6 519 mill.
SAMLET*	NOK	10 994 mill.

*basert på SEK/NOK-kurs pr. 17.12.2014 0,9735.

ESTIMERT UTVIKLING I VERDIJUSTERT EGENKAPITAL FRA 31.03.2014 – 09.01.2015	NOK
Rapportert VEK pr. 31.03.2014	42,50
Verdiendringer eiendom, hovedsakelig grunnet verdifall Sverige	(8,30)
Effekt av rentesikringer	(4,50)
Endring i netto gjeld	(0,40)
Transaksjonskostnader	(1,60)
Antatt verdi pr. aksje, til utbetaling til aksjonær	27,70

Tabellen ovenfor viser utvikling i prognostisert verdijustert egenkapitalberegning basert på inngått SPA (Sales Purchase Agreement), og er således ikke endelig verdi pr. aksje pr. oppgjørstidspunktet. Valutakursen SEK/NOK baseres på dato 02.12.2014 (0,9372), mens rentesikringene er lagt inn med nivåer pr. 31.10.2014. Det presiseres at tallene kan endres frem til endelig balanse for DnB NOR Eiendomsinvest I ASA foreligger. Utbetaling til aksjonærene vil skje i to omganger, anslagsvis pr. april og september.

6 VURDERING AV TRANSAKSJONEN

Styret har i samarbeid med DnB NOR Eiendomsinvest I ASAs finansielle rådgiver Pareto gjort en grundig vurdering av tilbudet fra Starwood Capital Group. Styret er ikke på noen måte tilfreds med det resultatet som

denne investeringen gir for aksjonærene. Likevel er det styrets ansvar og plikt å vurdere mulighetene for fremtidig avkastning for aksjonærene, sett i forhold til alternative investeringer og den risiko aksjonærene påtar seg ved eventuell fortsatt drift. Styret må også vurdere hvilke alternativer DnB NOR Eiendomsinvest I ASA har i dagens situasjon. Alternativet til et salg er å fortsette driften av DnB NOR Eiendomsinvest I ASA med de muligheter og den risiko dette innebærer. Styret ønsker også å presisere at DnB NOR Eiendomsinvest I ASAs finansielle rådgiver sterkt har anbefalt salg av DnB NOR Eiendomsinvest I ASA til de fremlagte betingelser, og at dette veier tungt i styrets anbefaling om salg.

6.1 Refinansiering/kapitalbehov

Sum av konsernets bankgjeld og løpende rentesikringer gjør at DnB NOR Eiendomsinvest I ASA er betydelig overbelånt. Det er vitalt for videre drift å få refinansiert selskapets låne- og renteaftaler. Samtidig er det et behov for å oppgradere og investere i eiendommene for å beholde og tiltrekke seg leietakere. Ved at den planlagte realisasjonen i Sverige ikke gir den kapitaltilførsel som var forventet, vil et alternativ med fortsatt drift av DnB NOR Eiendomsinvest I ASA kreve tilførsel av kapital på annen måte. Den mest sannsynlige muligheten er en emisjon blant de eksisterende aksjonærene og/eller nye investorer. En emisjon antas å måtte gjøres til betydelig rabatterte priser, sammenlignet med den pris som oppnås gjennom salg til Starwood Capital Group som beskrevet i denne redegjørelsen. De aksjonærene som ikke vil eller kan være med i en slik emisjon, vil bli kraftig utvannet og verdiene av aksjene vil reduseres. I stedet for en utbetaling, vil dette kreve innbetaling fra aksjonærene. En slik emisjon vil ikke nødvendigvis føre til en verdøkning av investeringen, men kan legge grunnlaget for å opprettholde eksisterende verdier i porteføljen. Selv med tilførsel av kapital anbefaler vår finansielle rådgiver et salg som et bedre alternativ.

6.2 Markedsutsikter

Markedet for omsetning av næringseiendom er godt i både Norge og Sverige. Det ligger an til rekordhøye omsetningstall i 2014, og det er god tilgjengelighet på kapital både fra nasjonale og internasjonale kilder. Det burde altså være et godt tidspunkt for å gjennomføre et salg. Til tross for dette erfarer vi at interessen for DnB NOR Eiendomsinvest I ASAs portefølje av eiendommer i Sverige har vært lavere enn forventet. Samtidig ser vi at de økonomiske utsikter for Norge, og til dels Sverige, har utviklet seg negativt gjennom høsten. Framtiden er mindre oversiktlig enn den var ved igangsetting av salgsprosessen i Sverige.

Styringsrentene i Norge og Sverige er pr. desember henholdsvis 1,25% og 0%. Denne renteutviklingen gir tydelige signaler om at økonomien trenger kraftige stimuli for at man skal unngå stagnasjon og eventuell nedgang i den økonomiske aktiviteten i begge land. Redusert økonomisk aktivitet vil slå ut i redusert etterspørsel etter lokaler og risiko for reduserte leiepriser. Et lavt rentenivå gir implisitt et lavt avkastningskrav og vil isolert kunne virke positivt på eiendomsprisene, forutsatt at man har likviditet til å dekke løpende kostnader og at man får nytte av det lave rentenivået. DnB NOR Eiendomsinvest I ASA er dessverre ikke i posisjon til dette på grunn av rentesikringene. Det vedvarende lave rentenivået gjør også at den negative verdien av disse rentesikringene ikke reduseres i et slik tempo som man hadde forventet. Utsiktene til å kunne skape merverdier for aksjonærene vurderes dermed av styret til å være for svake og risikofylte sett i forhold til å realisere nå.

Styret har også vurdert salg av enkelteiendommer som et alternativ til å selge porteføljen nå. Det er få eiendomssalg som vil frigjøre nok likviditet til at det vil gi DnB NOR Eiendomsinvest I ASA tilstrekkelig handlingsrom for den videre drift og utvikling av porteføljen. Salg av enkelteiendommer vil også redusere attraktiviteten av resterende eiendomsportefølje, da det er naturlig å anslå at de beste og mest solide eiendommene selges først.

6.3 Rentesikringer

En premis for etablering av DnB NOR Eiendomsinvest I ASA var at flest mulige former for risiko skulle fjernes, også renterisiko. Renten ble derfor avtalt fast frem til 2017, og i noen tilfeller også utover dette. Det som var tenkt som en risikoreduksjon har i et fallende rentemarked utviklet seg negativt, og belaster pr. desember balansen negativt med ca. NOK 1 093 mill., justert for valuta og eierskapsandel.

7 KONKLUSJON

Basert på en totalvurdering anbefaler styret i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA et salg til Starwood Capital Group basert på det fremforhandlede tilbud.

Eventuell videre drift av DnB NOR Eiendomsinvest I ASA i en periode på 3-5 år, i henhold til utvidelse av mandatperioden vedtatt på generalforsamlingen i mai, vil medføre høy risiko og behov for vesentlig kapitaltilførsel. Med den eierstruktur DnB NOR Eiendomsinvest I ASA har, synes det ikke realistisk å få dette til på vilkår som er akseptable. Videre vektlegges den opprinnelige forretningsidé som et tidsbegrenset prosjekt. Ønsket om å gi aksjonærene likviditet i sin investering, om enn med et mye svakere resultat enn forventet, veier også tungt.

Formelt innebærer aksept av det mottatte tilbud at DnB NOR Eiendomsinvest I ASA selger FORTIN AS, og at SveaReal Fastigheter AB selger sine svenske datterselskaper. Styret mener det er viktig at aksjonærene tar selvstendig stilling til budet, og oppfordrer alle aksjonærer til å delta på generalforsamlingen. Det vises for øvrig til innkalling til ekstraordinær generalforsamling.

Oslo, 19. desember 2014

For styret i DnB NOR Eiendomsinvest I ASA



Erik Gjellestad
Styrets leder