



NORSKE FINANSANALYTIKERES FORENING
THE NORWEGIAN SOCIETY OF FINANCIAL ANALYSTS



Uttalelse om finansiell informasjon

Oslo, september 2003

Norske Finansanalytikers Forening
P.O.Box 1276 Vika
N-0111 Oslo
☎ +47 2212 9210
Fax +47 2244 4232
nff@finansanalytiker.no
www.finansanalytiker.no

Uttalelse om finansiell informasjon fra NFF v/ Komité for Finansiell Informasjon (KFI)

September 2003

Uttalelsens formål

KFIs mandat er å vurdere kvaliteten av de børsnoterte selskapenes finansielle informasjon. Regnskapslovgivningens utgangspunkt er at styrets årsberetning og årsregnskapet skal inneholde opplysninger som er nødvendige for å bedømme selskapets finansielle stilling og resultat. KFI ønsker å vurdere om styrets årsberetning og årsregnskap gir relevante opplysninger for en forsvarlig og god verdsettelse av selskapets børsnoterte aksjer. Det er imidlertid en erkjennelse at kravene til informasjon har og vil utvikle seg over tid. KFI mener at et slikt utgangspunkt er et viktig fundament i en god informasjonspraksis. KFI har ikke vurdert om det foreligger brudd på regnskapslovgivningen og/eller god regnskapsskikk.

KFI har ikke foretatt noen fullstendig gjennomgang av de børsnoterte selskapenes årsrapporter eller kvartalsrapporter. Arbeidet er basert på innspill fra finansanalytikere i flere verdipapirforetak og komitéens medlemmer.

KFI legger vekt på å være mest mulig konkret og vil i den sammenheng referere til enkelte selskaper, hvor vi mener det er grunnlag for forbedringer av nåværende praksis. På denne måten er uttalelsen et supplement til Stockman-prisen. Generelt har det nok vært en større fokus på de større og ledende børsnoterte selskapene enn på de mellomstore og små selskapene. En referanse til et enkelt selskap i uttalelsen innebærer ingen vurdering av kvaliteten på selskapets årsrapport som sådan. Selskaper det er referert til er på forhånd kjent med uttalelsen og har hatt anledning til å uttale seg.

NFFs ønske med uttalelsen er å bidra til å forbedre den finansielle informasjon fra de norske børsnoterte selskapene og sikre et mer effektivt verdipapirmarked. Generelt etterlyser KFI at det foretas en uavhengig gjennomgang av finansiell informasjon fra alle de norske børsnoterte selskapene.

KFI har tatt opp et utvalg av temaer i denne uttalelsen basert på ulike innspill fra de aktuelle parter. Ved senere anledninger vil utvalget fokusere på andre problemstillinger som også er relevante.

Segmentinformasjon

Segmentinformasjon er av stor betydning for finansanalytikere og investorer dersom selskapets virksomhet omfatter ulike produkter eller tjenester eller at virksomhet er spredt på forskjellige geografiske områder. For å kunne foreta en "sum of part"-verdsettelse er det nødvendig med tilgang til relevante opplysninger om driftsinntekter, resultater, kapitalbinding/investeringer, vekstmuligheter og risiko på de ulike segmentene.

Vi registrerer at det er varierende kvalitet på segmentinformasjonen fra de børsnoterte selskapene. Tomra og Tandberg er eksempler på selskaper hvor det er behov for mer omfattende segmentinformasjon.

Tomra gir kun noteopplysninger om driftsinntekter fordelt på geografiske områder og produkter/tjenester i tillegg til en relativt overordnet gjennomgang av de nevnte områder i styrets årsberetning. I Tomras årsberetning gis det for øvrig en svært begrenset gjennomgang og analyse av årsregnskapet. Tandberg gir også kun noteopplysninger om driftsinntekter fordelt på geografiske områder, og på samme måte som Tomra er gjennomgangen i årsberetningen på et relativt overordnet nivå.

I flere tilfeller har det nok vært gitt ytterligere opplysninger i tidligere årsrapporter, i andre deler av årsrapporten og eventuelt i ulike presentasjoner. Etter KFIs oppfatning er det imidlertid viktig at så mye som mulig av informasjon gis samlet eller med klare referanser. KFI har ikke spesielt vurdert opplysningene i forhold til foreliggende regnskapsstandarder fra NRS. KFI har imidlertid vært opptatt av hvilke krav til opplysninger som ville vært ønskelig for å gjøre en verdsettelse. En innvendig mot opplysninger om resultater og kapitalbinding er at dette krever flere skjønsmessige forutsetninger. KFI er enig i dette, men legger til grunn at analytikere og investorer kan gjøre fornuftige vurderinger av resultater og kapitalbinding forutsatt at de valgte skjønsmessige forutsetninger er oppgitt.

Etter vår oppfatning burde det vært gitt mer informasjon om resultater og kapitalbinding på segmentnivå, både i de ovennevnte selskapene og i et stort antall av børsens øvrige selskaper. I tillegg burde det vært gitt ytterligere informasjon om ulike risikoforhold, vekstmuligheter og ulike verdipåvirkende faktorer.

Generelt mener komiteen at det er behov for mer informasjon om kapitalbinding og kapitalavkastning per forretningsområde fra de fleste børsnoterte selskaper.

Valuta

Valutasikring inngår som en naturlig strategi for mange av de norske børsnoterte selskapene. Generelt er det ønskelig med mest mulig opplysninger om hvordan valutakurser og valutasikring påvirker selskapenes inntjening og finansielle stilling. Et sentralt spørsmål er hvordan virkningene av valutasikring skal vises i resultatregnskapet.

Ekornes er et eksempel på et selskap som valutasikrer fremtidige driftsinntekter og –kostnader. Det opplyses i note til årsregnskapet at selskapet sikrer sine forventede fremtidige nettoeksponeringer i valuta opptil 36 måneder frem i tid. Så langt vi forstår tas valutakursgevinst/ -tap knyttet til valutasikringstransaksjonene med som en del av driftsinntektene og –kostnadene. Dette innebærer at driftsinntektene og –kostnadene i realiteten reflekteres i resultatregnskapet til valutakurser som kan være opptil 36 måneder gamle.

Etter vår oppfatning ville en bedre presentasjonsmåte være å vise virkningen av valutasikringen separat. Dette kan enten gjøres i selve resultatoppstillingen eller i noter til regnskapet.

Analytikere og investorer vil dermed få en bedre forståelse av valutakursvirkningene og konsekvensene av valutasikringen.

Pensjoner

For enkelte selskaper utgjør pensjonsforpliktelser og pensjonskostnader svært vesentlige beløp. Endringer i aksjekurser og rentenivåer har de senere år også vist seg å få stor betydning på selskapenes netto pensjonsforpliktelser og pensjonskostnader. Aker Kværner og SAS er eksempler på slike selskaper.

Forståelsen av og fokuset på de økonomiske konsekvensene av ulike pensjonsordninger har økt de senere år. For å gjøre en mest mulig presis verdivurdering av selskapene mener KFI at det bør gis følgende opplysninger utover det som følger av god regnskapsskikk i de tilfeller hvor slike pensjonsordninger er av vesentlig betydning:

- Investeringsstrategien og sammensetningen av investeringene i pensjonsordningene. Det vil være relevant å opplyse om fordelingen mellom renteinstrumenter, egenkapitalinstrumenter og andre investeringstyper. For de ikke rentebaserte instrumentene bør det også vurderes å spesifisere vesentlige enkeltinvesteringer på tilsvarende måte som om selskapet hadde gjort slike investeringer direkte. Det bør også spesifiseres hvorvidt selskapets pensjonsordning er plassert i livselskap eller om midlene er forvaltet i egen pensjonskasse.
- Sensitivitetsberegninger for de ulike forutsetningene, herunder diskonteringsrente, forventet avkastning, lønnsvekst, pensjonsregulering, G-regulering og turn-over.
- Analyse og vurdering av spesielle vilkår knyttet til ulike pensjonsordninger, herunder virkningen av ulike rentegarantier jf blant annet norske pensjonsordningers rentegaranti.
- Prognose på fremtidig forventet innbetalingsprofil til pensjonsordningen og eventuelt vurdering av risikoen for vesentlig avvik fra denne betalingsprofilen.

Naturligvis må selskapene vurdere om også andre opplysninger kan være nyttig for analytikere og investorer i verdivurdering av selskapet. Flere av opplysningene kan være hensiktsmessig å gi både i årsrapporter og kvartalsrapporter.

Nedskrivning av anleggsmidler og restrukturingsavsetninger

Med utgangspunkt i en ny foreløpig Norsk Regnskapsstandard er det gitt nye retningslinjer for nedskrivning av anleggsmidler.

Et foretak skal ved hver regnskapsavleggelse ta stilling til om det er indikasjoner på verdifall på foretakets anleggsmidler. Som et minimum skal foretaket vurdere bestemte indikatorer som er basert på:

1. Ekstern informasjon
2. Intern informasjon

Ekstern informasjon kan f.eks. være at markedsverdien av egenkapitalen er mindre enn foretakets balanseførte egenkapital dvs. at pris/bok nøkkeltallet er lavere enn 1. Intern informasjon kan f.eks. være at avkastningen fra anleggsmidlet blir dårligere enn selskapets avkastningskrav. Det kan videre omfatte forhold som at investeringsutgiftene vesentlig overskrider opprinnelig budsjett eller en vesentlig nedjustering av forventede fremtidige kontantstrømmer eller resultat.

KFI mener at et stort avvik mellom bokførte verdier og børsverdier av egenkapitalen er av særlig interesse. Bakgrunnen er naturligvis at dette kan indikere at selskapets ledelse og styre har helt andre forventninger til selskapets fremtidige inntjening enn det som aksjemarkedet og dermed investorer og analytikere forventer.

Etter KFIs oppfatning bør selskaper derfor i langt større grad enn i dag gi utfyllende opplysninger om årsaken til at nedskrivninger ikke gjennomføres og at forskjellen mellom bokførte verdier og markedsverdier opprettholdes.

Beregning av markedsverdien av anleggsmidler krever åpenbart utstrakt grad av skjønnsmessige vurderinger og fastsettelse av usikre forutsetninger. Det kan lede til at verdivurderingene av likeartede eiendeler kan bli forskjellig i ulike selskaper.

I første kvartalsrapport 2003 til Ocean Rig står det at styret har besluttet å skrive ned bokført verdi på riggen "Eirik Raude" til NOK 4.476 millioner basert på den nye regnskapsstandard. I andre kvartalsrapport 2003 står den samme enheten oppført til NOK 4.583 millioner (tilsvarende ca. USD 600 millioner). Børsmarkedet priser implisitt gjennom dagens børskurs (NOK 13 per aksje) den samme enheten til omtrent det halve, og basert på analyser i markedet må svært optimistiske forutsetninger legges til grunn for å oppnå denne verdien. Andre selskaper som f.eks. Statoil valgte å skrive ned en tilsvarende enhet til ca. USD 300 millioner som de antar vil være

salgsverdi for sin enhet. Antatt nybyggerpris for en rigg tilsvarende "Eirik Raude" antas blant offshore- meglere å være godt under USD 600 millioner.

Dette viser i praksis at det kan være store avvik på tilsynelatende like enheter, og vi etterspør en klarere presisering av hvilke forutsetninger som er lagt til grunn da verdien i Ocean Rigs tilfelle i betydelig grad overstiger både konkurrenters og analytikerens vurdering.

KFI mener at det er sterkt ønskelig med mer utfyllende forutsetninger for hva som ligger til grunn for verdivurderingene av anleggsmidler, spesielt i de tilfellene hvor markedsverdien avviker betydelig fra bokførte verdier eller verdien etter en gjennomført nedskrivning. Dersom konsensusforventningene blant analytikerne tilsier markedsverdier som ligger langt under bokførte verdier, bør det også gis tilsvarende opplysninger om selskapets forventninger.

Stadig flere selskaper foretar til dels vesentlige avsetninger i forbindelse med restruktureringer. Avsetningene foretas ofte som en total sum, men skal dekke ulike typer kostnader knyttet til de planlagte endringer. Uten en nærmere spesifisering av hva avsetningene er ment å dekke, vil det for analytikerne være vanskelig å se om størrelsen på de foretatte avsetninger virker rimelige i forhold til de endringer bedriften skal foreta. Ved senere rapporteringer (både på kvartals- og årsbasis) følger selskapene i for liten grad opp hvordan de foretatte avsetninger er benyttet, i hvilken grad restruktureringene går i henhold til plan og dermed også om avsetningene vil dekke de planlagte/gjennomførte endringene i bedriftene, eventuelt om man kan forvente tilbakeføringer som følge av for store avsetninger.

På grunn av uklarhet om den regnskapsmessige behandling og øvrige opplysninger om avsetningene kan det oppstå usikkerhet rundt kostnadsbasen for den ordinære driften i selskapet. Det vil kunne være vanskelig å skille mellom hva som er ordinære kostnader for virksomheten som skal videreføres og hva som er benyttet i forbindelse med avsetningene.

En nærmere spesifisering og en bedre oppfølgingsrapportering av de foretatte avsetningene, vil derfor gi analytikerne en bedre mulighet til å skille konsekvensene av avsetningene fra den ordinære driften i selskapet og derigjennom bidra til en riktigere verdivurdering av selskapet. Dette kan innebære at opplysningene vil kunne være mer omfattende enn det som fremkommer av god regnskapsskikk.

Et eksempel på dette er Ementor som over flere år har foretatt vesentlige nedskrivninger og avsetninger til restrukturering og hvor det spesielt hadde vært ønskelig med ytterligere informasjon om restruktureringsavsetningene. Riktignok viser selskapet driftsresultat før og etter spesielle poster, og det gis i note 8 for årsregnskapet 2002 visse opplysninger om såkalte spesielle poster. Likevel gir ikke opplysningene etter KFIs oppfatning tilstrekkelig trygghet for å vurdere hva som vil være den ordinære kostnadsbasen for virksomhetene videre, noe som er nødvendig for å kunne gjøre en best mulig verdivurdering.

Et annet eksempel er Norske Skog ASA som i fjerde kvartal 2002 avsatte NOK 600 millioner i forbindelse med sitt kostnadsreduksjonsprogram "Improvement 2003". Avsetningen ble ikke spesifisert på område og dermed tatt som en "lump sum" i segmentinformasjonen. Ifølge selskapet har dette sammenheng med at denne type avsetninger vil være beheftet med noe usikkerhet, slik at en oppsplitting langt på vei kunne gi feilaktig informasjon. KFI er imidlertid av den oppfatning at så lenge selskapene opplyser om forutsetningene som er lagt til grunn vil dette være med på å hjelpe analytikere og investorer til å gjøre fornuftige og mer korrekte vurderinger av selskapene.

Det som for investorer og analytikere kan fremstå som problematisk er at det ikke finnes informasjon om hvordan de NOK 600 millioner reverseres. I selskapets to kvartalsrapporter hittil i 2003 er status for avsetningen ikke nevnt, og på spørsmål ved presentasjonene er svaret at kostnadsreduksjonsprogrammet går "etter planen" og at det ikke forekommer reverseringer. Etter KFIs oppfatning burde selskapet vise status for hvert område ved oppfølging av kostnadsreduksjonsprogrammet. Selskapet har informert om at de i fremtidige kvartalsrapporter vil informere om hvor mye som er brukt av avsetningen, samt at de vil vurdere å medta en fordeling av oppnådd resultat under "Improvement 2003" på de enkelte områdene.

Generelt er dette eksempler på praksis i de fleste norske selskaper som foretar restruktureringsavsetninger. Likevel er ønsket informasjon som nevnt ovenfor viktig for å gjøre gode verdsettelse av aksjene.

Kredittkvalitet i utlånsporteføljer i finansinstitusjoner

En vesentlig forutsetning for å verddivurdere finansinstitusjoner er en god forståelse av kredittrisikokvaliteten i utlånsporteføljen. De fleste finansinstitusjoner gir relativt omfattende opplysninger om sammensetningen av utlånsporteføljen, herunder opplysninger om fordelingen av utlånsporteføljen mellom ulike kredittrisikoklasser.

DnB og Gjensidig Nor inndeler utlånsporteføljene i fire risikoklasser inklusive en klasse for problemengasjementer/misligholdte engasjementer. Erfaringene med opplysninger om slike risikoklasser er at fordelingen mellom de ulike klassene har vist seg å være relativt stabil. Dette kan tyde på at den foreliggende inndelingen i risikoklasser er for grov og at en inndeling i flere risikoklasser mer presist ville vise utviklingen i kredittrisiko i utlånsporteføljen.

Etter KFIs oppfatning bør finansinstitusjonene gi opplysninger om utlånsporteføljen fordelt på flere risikoklasser enn i dag, samt vurdere å gi ytterligere opplysninger om sammensetningen av utlånsporteføljen f eks om ulike konsentrasjoner mot enkelte kunder, bransjer, geografiske regioner

eller lignende, eventuelt tapssensitivitet i forhold til enkelte parametere (aksjekurser, shippingrater, boligpriser, etc).

DnB er i utgangspunktet positive til å øke detaljeringsgraden i deres presentasjon av porteføljekvaliteten. Dette må imidlertid sees opp mot hensyn til fortrolighet og diskresjon slik at ikke enkeltengasjementer og/eller enkelt kunder risikerer å fremkomme eksplisitt eller implisitt når detaljeringsgraden i rapporteringen øker.

Konsolidering eventuelt proforma konsolidering

De siste par årene har det internasjonalt vært mye oppmerksomhet rettet mot manglende konsolidering av virksomheter organisert på spesielle måter og den manglende oversikt dette eventuelt kan gi over konsernenes finansielle stilling, og resultatet. I mange tilfeller kan det være vanskelig å avgjøre om et selskap skal konsolideres i henhold til regnskapslovgivningen eller god regnskapsskikk. Dersom en konsolidering ville vise en vesentlig annen finansiell stilling eller resultat og konsolidering ikke gjøres i regnskapet, bør det vises en proforma konsolidering i notene. Bonheur ASA (BON) og Ganger Rolf ASA (GRO) er eksempler på selskaper hvor disse spørsmålene er relevante.

BON og GRO er børsnoterte "tvilling"-holdingselskaper i "Fred Olsen-sværen". Det vesentlige av aktiviteten i gruppen er i selskaper som eies delvis av de to børsnoterte selskapene. Regnskapsmessig konsolideres verken BON eller GRO og heller ikke disse "datterselskapene" av "Fred Olsen gruppen". Regnskapsmessig behandles hovedinvesteringene som tilknyttede selskaper.

Av BONs årsregnskap 2002, note 6, fremgår det at totale eiendeler i tilknyttede selskaper inklusive GRO, utgjør ca BNOK 18,8 som i konsernets balanse er bokført med BNOK 3,5. BON viser i årsregnskapet totale eiendeler på BNOK 4,8. En eventuell konsolidering av tilknyttede selskaper kunne derfor lede til en samlet balanse på opptil BNOK 20,2. Med en egenkapital på BNOK 3,8 viser årsregnskapet en egenkapitalandel på ca 77%, mens egenkapitalen ut fra en konsolidert balanse ville vise en egenkapitalandel som er vesentlig lavere. I august 2003 er markedsverdien av BON om lag BNOK 1,3-1,4 dvs en markedsverdidbasert egenkapitalandel på under 10% ut fra en full konsolidering.

I tillegg til et vesentlig gjensidig aksjeeie er styre og representantskap i BON og GRO identiske. Selskapene har også identisk ledelse (driftes av Fred. Olsen & Co.) Det foreligger altså et vesentlig økonomisk interessefellesskap.

Det er KFIs klare anbefaling at BON og GRO bør utarbeide et proforma konsolidert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for hele gruppen som BON og GRO kontrollerer eller har betydelig innflytelse over. BON og GRO gir riktignok i noter hovedtall for de tilknyttede selskapene, men regnskapet mangler konsolidering eventuelt proforma konsolidering og en

detaljeringsgrad i regnskapet som gjør det vanskelig å vurdere selskapets reelle verdi og finansielle stilling.

Etter BON og GRO's mening er det ikke tatt hensyn til enkelte prinsipper for konsolidering ved utarbeidelse av horisontale proforma tall for selskapene. Deler av komiteens fremstilling er derfor basert på et grunnlag som selskapene ikke kan inntstå for.

Oslo, september 2003
Norske Finansanalytikerers Forening
v/Komité for Finansiell Informasjon

Komiteens medlemmer er

Erik Mamelund, Fondsfinans, formann
Lars Marius Furu, Handelsbanken Securities
Peter Hermanrud, First Securities
Roar Hoff, Den norske Bank
Geir Kaasen, Enskilda Securities
Håvard Nesheim, Orkla Finans
Glen Rødland, First Securities
Bjørn Tore Foss, Ernst & Young, sekretær