



Universitetet
i Stavanger

DET TEKNISK-NATURVITENSKAPELIGE FAKULTET

MASTEROPPGAVE

| | |
|---|--|
| Studieprogram/spesialisering: Masterstudium i Industriell økonomi - Prosjektledelse | Vår semesteret, 2017 Åpen |
| Forfatter: Caroline Berggraf Austbø Medforfatter: Helene Dyngeland Senum | (signatur forfatter) (signatur medforfatter) |
| Fagansvarlig: Harald Haukås | |
| Veileder(e): | |
| Tittel på oppgaven: “Problematikken rundt bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer med utgangspunkt i det amerikanske REIT-selskapet, Ashford Hospitality Trust Inc.” | |
| Title of thesis: “Issues associated with the use of non-GAAP measures and related adjustments based on the REIT company, Ashford Hospitality Trust Inc.” | |
| Studiepoeng: 30 | |
| Emneord: Non-GAAP, US GAAP, “justert FFO”, REIT- industrien, tilbakekjøp, emisjon, aksjekursutvikling, verdiskapning | Sidetall: 99 + vedlegg/annet: 15 Stavanger, 15.juni 2017 |

Sammendrag

Rapportering av non-GAAP måltall har vært et mye omdiskutert tema de siste årene, spesielt i USA. Det foregår en rekke justeringer av resultatene som gjør det vanskelig å se den egentlige verdiskapningen på lang sikt. Lønninger til toppsjefer er derfor ofte astronomiske uten at dette gjenspeiles i kostnadene til selskapet. I denne oppgaven ser man på problematikken rundt bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer, og hvordan dette kan påvirke vår oppfatning av verdiskapning. Oppgaven er basert på en case-studie av REIT-selskapet Ashford Hospitality Trust Inc., og tar utgangspunkt i non-GAAP måltallet “justert FFO”. Oppgaven har som mål å bygge forståelse rundt behov, utfordringer og løsninger knyttet til bruken av non-GAAP-måltall.

Etttersom GAAP-måltall ikke alltid er tilstrekkelig for å beskrive operasjonell ytelse i REIT-industrien, er det et klart behov for non-GAAP måltall som “justert FFO”. Studiet har likevel vist at det foreligger flere potensielle utfordringer knyttet til disse. Ashford Trust har hatt en klar økende trend i bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer, hvor antall justeringer ble firedoblet i løpet av perioden 2008 til 2016. Man observerte at selskapet over samme periode fremstilte et resultat som var 8,1 prosent høyere enn det burde være for å beskrive faktisk operasjonell ytelse, tilsvarende \$112,9 millioner. Den store bruken av justeringer gjør at selskapet i stor grad kan tåkelegge resultatene og følgelig villede investorer. Kortsiktig kan dette føre til at aksjekursen følger forventningene til et optimistisk resultat, og det blir vanskelig å se den egentlige verdiskapningen på lang sikt.

På den andre siden har Ashford Trust også generert en gevinst på \$781,4 millioner gjennom handel med egne aksjer i samme periode. Dette er finansiell verdiskapning som ikke kommer frem i resultatet. Etttersom gevinsten generert fra kapitalallokering er så stor i forhold til selskapets “sminking” på det operasjonelle resultatet, kan det tenkes at den finansielle verdiskapningen kompenserer for at selskapet fremstiller en høyere operasjonell verdiskapning enn hva som faktisk er tilfellet, gjennom non-GAAP måltall.

Antall ord: 20 730

Forord

Denne oppgaven ble skrevet våren 2017 som en del av det avsluttende arbeidet for masterstudiet i Industriell Økonomi, ved Universitetet i Stavanger. Oppgaven ble skrevet i samarbeid med Helene D. Senum. Faglig ansvarlig og veileder ved universitetet har vært Førsteamanuensis, Harald Haukås, ved institutt for industriell økonomi, risikostyring og planlegging.

Det har vært en fordel å være to om arbeidet, da dette har gjort at flere synspunkter har blitt presentert, og at man har hatt mulighet til å diskutere ulike problemstillinger. Mye av motivasjonen bak temaet og oppgaven er hentet fra studieemnene Beslutningsanalyse med Excel (IND520), Investeringsanalyse (IND500) og Økonomi&Marked (IND200).

Proessen har utviklet seg fra å være noe ukjent, til å bli et forståelig og spennende tema. Vi har lært mye om regnskapsføring, aksjemarkedet og den amerikanske REIT industrien, noe som vil være til nytte videre i livet. Det har vært mange nedturer, men sammen har vi jobbet oss frem mot det endelige målet.

Jeg vil gjerne takke Harald Haukås for gode innspill og for stor inspirasjon underveis i arbeidet. Takk for at du har bidratt med mye kunnskap og tålmodighet gjennom denne perioden.

Jeg vil også rette en stor takk til min kjære følgesvenn, Helene Senum, som har stått ved min side gjennom disse 5 årene – hver eneste dag! Uten deg hadde ingenting av dette vært mulig. Takk til familie og studievenner for god støtte og godt samhold. Takk til deg, Steffen, for at du har vært tålmodig og holdt heimen i stand og ikke minst for all oppmuntring og gode ord på veien. Til slutt, men ikke minst, vil jeg gjerne takke gjengen på Indøksbrakka for to fantastiske og minnerike studieår.

Takk til Universitetet i Stavanger for fem fine studieår!

Stavanger, 15. juni 2017

Stavanger, 15. juni 2017

Forfatter

Medforfatter

Inndeling av oppgaven

Denne masteroppgaven er skrevet som et samarbeid mellom Caroline B. Austbø og Helene D. Senum. Dette har vært nødvendig ettersom oppgaven har krevd intensiv datainnsamling. Samarbeidet var også en fordel da man fikk belyst flere synspunkter, samt diskutert ulike problemstillinger. Oppgaven er inndelt som følger:

Felles: Sammendrag, innledning, introduksjon metode, diskusjon, konklusjon, delkapittel 4.4.2, delkapittel 5.4 og Kapittel 6

Caroline: 2.1, 2.6, 2.7, 3.1, 3.2, 3.4, 4.2, 4.3.2, 4.4.3 (justering 1-9), 5.1 og 5.2.

Helene: 2.2-2.5, 2.8, 3.3, 3.5, 3.6, 4.1, 4.3.1, 4.4.1, 4.4.3 (justering 10-25) og 5.3.

Innholdsfortegnelse

| | |
|---|-----------|
| Sammendrag..... | III |
| Forord | V |
| Inndeling av oppgaven..... | VI |
| Figurliste | IX |
| Tabelliste..... | IX |
| 1. Innledning..... | 1 |
| 1.2 Definisjon av oppgave | 2 |
| 1.3 Oppgavens oppbygning..... | 2 |
| 2. Teori..... | 3 |
| 2.1 Eiendom og investering..... | 3 |
| 2.1.1 <i>Real Estate Investment Trust (REIT)</i> | 3 |
| 2.1.2 <i>National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)</i> | 6 |
| 2.2 Om selskapet | 6 |
| 2.3 Det amerikanske finanstilsynet (SEC)..... | 8 |
| 2.4 US GAAP..... | 9 |
| 2.4.1 <i>FASB, GASB og IFRS</i> | 9 |
| 2.5 Non-GAAP | 10 |
| 2.5.1 <i>Definisjon av non-GAAP måltall</i> | 10 |
| 2.5.2 <i>Historiske reguleringer for non-GAAP måltall</i> | 11 |
| 2.6 Non-GAAP måltall i REIT-industrien | 13 |
| 2.7 Selskapers handel med egne aksjer | 15 |
| 2.7.1 <i>Emisjon</i> | 15 |
| 2.7.2 <i>Tilbakekjøp av egne aksjer</i> | 16 |
| 2.7.3 <i>Tilbakesalg av egne aksjer</i> | 18 |
| 2.8 Verdiskapning og aksjekursutvikling..... | 18 |
| 3. Metode..... | 21 |
| 3.1 Valg og beskrivelse av case | 23 |
| 3.2 Valg av tidsperiode..... | 23 |
| 3.4 Datagrunnlag – innsamling og generering av data | 24 |
| 3.5 Analyse av data..... | 26 |
| 3.6 Validitet og reliabilitet | 27 |
| 4. Analyse Del 1: Ashford Trust | 29 |
| 4.1 Sentrale hendelser i perioden 2008 til 2016..... | 29 |
| 4.2 Finansiering | 32 |
| 4.3 Utvikling i bruk av non-GAAP måltall | 34 |
| 4.3.1 <i>Bruken av justeringer i beregning av “justert FFO”</i> | 34 |
| 4.3.2 <i>Bruken av non-GAAP måltall i pressemeldinger</i> | 37 |
| 4.4 Analyse av justeringer utført ved beregning av “justert FFO” | 39 |
| 4.4.1 <i>Ashford Trust sin definisjon av FFO og “justert FFO”</i> | 39 |
| 4.4.2 <i>Utgangspunkt for vurdering av justeringene</i> | 40 |
| 4.4.3 <i>Analyse og vurdering</i> | 41 |
| 5. Analyse Del 2: Alternativ behandling av ikke-relevante justeringer..... | 59 |
| 5.1 Behandlingsmetode 1 - Legge tilbake ikke-relevante justeringer..... | 60 |
| 5.2 Behandlingsmetode 2: “Glatte-metoden” med fast avskrivningsperiode | 61 |
| 5.3 Behandlingsmetode 3: “Glatte-metoden” med tilpasset avskrivningsperiode | 63 |
| 5.4 Samlet vurdering av alternative behandlingsmetoder..... | 65 |

| | | |
|----------------|--|-----------|
| 6. | Analyse Del 3: Ashford Trust sin handel med egne aksjer | 69 |
| 6.1 | Emisjon og tilbakekjøp av ordinære aksjer | 69 |
| 6.2 | Finansiell verdiskapning gjennom handel med egne aksjer | 73 |
| 7. | Diskusjon | 79 |
| 7.1 | Non-GAAP måltall og tilhørende justeringer | 79 |
| 7.2 | Effekt av alternative behandlingsmetoder på “justert FFO” | 82 |
| 7.3 | Finansiell verdiskapning | 83 |
| 8. | Konklusjon | 85 |
| 9. | Litteraturliste | 87 |
| Vedlegg | | 90 |
| Vedlegg A | | 90 |
| Vedlegg B | | 92 |
| Vedlegg C | | 100 |
| Vedlegg D | | 104 |

Figurliste

| | |
|---|----|
| Figur 1. Prinsippet bak REIT-industrien. | 4 |
| Figur 2. Andel "Mortgage REITs" og "Equity REITs", og markedsverdien til hver i USA i 2016 (Nareit, 2016). | 5 |
| Figur 3. Ashford sin konsernstruktur. | 7 |
| Figur 4. Sammenheng mellom aksjekurs og verdi i verdiskapende selskaper (Dybvad, 2014). | 19 |
| Figur 5. Sammenheng mellom aksjekurs og verdi i selskapet som ikke skaper verdi (Dybvad, 2014). | 19 |
| Figur 6. Historisk aksjekursutvikling til Ashford Trust i perioden 2008 til 2016. | 31 |
| Figur 7. Kapitalstruktur til Ashford Trust per 31.12.2016. | 32 |
| Figur 8. Fordeling av Ashford Trust sine preferanseaksjer per 31.12.2016. | 33 |
| Figur 9. FFO og opprinnelig "justert FFO" i perioden 2008 til 2016. | 35 |
| Figur 10. Sammenheng mellom antall justeringer og netto resultat tilgjengelig for aksjonærer. | 36 |
| Figur 11. Sammenhengen mellom antall justeringer og differansen mellom FFO og "justert FFO". | 37 |
| Figur 12. Eksempel fra Ashford Trust sin pressemelding (andre kvartal 2016). | 38 |
| Figur 13. FFO, opprinnelig "justert FFO" og "justert FFO" (Metode 1) i perioden 2008 til 2016. | 60 |
| Figur 14. Opprinnelig "justert FFO" og "justert FFO" – 5 og 3 års avskrivningsperiode (Metode 2). | 62 |
| Figur 15. Opprinnelig "justert FFO" og "justert FFO" (Metode 3). | 64 |
| Figur 16. Sammenligning av Metode 1, Metode 2 og Metode 3 i perioden 2008 til 2016. | 66 |
| Figur 17. Gjennomsnittlige verdier for opprinnelig "justert FFO" sammenlignet med alternative behandlingsmetoder per kvartal i perioden 2008 til 2016. | 67 |
| Figur 18. Sum av ikke-relevante justeringer i resultat i forhold til opprinnelig "justert FFO" i perioden 2008 til 2016. | 68 |
| Figur 19. Antall emitterte aksjer og tilhørende aksjekurs i perioden 2006 til 2016. | 70 |
| Figur 20. Antall tilbakekjøpte aksjer og tilhørende aksjekurs i perioden 2006 til 2016. | 71 |
| Figur 21. Handel med egne aksjer og tilhørende aksjepris i perioden 2006 til 2016. | 72 |
| Figur 22. Gevinst ved handel av egne aksjer. | 75 |
| Figur 23. Opprinnelig "justert FFO" og alternativ "justert FFO" i perioden 2006 til 2016. | 76 |
| Figur 24. Summen av ikke-relevante justeringer sett opp mot gevinst gjennom handel med egne aksjer i perioden 2006 til 2016. | 77 |

Tabelliste

| | |
|--|----|
| Tabell 1. Definisjon av Funds From Operations (FFO), gitt av NAREIT. | 14 |
| Tabell 2. Funn fra finansielle kunngjøringer i perioden 2008 til 2016. | 38 |
| Tabell 3. Observerte justeringer i perioden 2008 til 2016. | 41 |
| Tabell 4. Eksempel på behandlingsmetode 2 - 5 års avskrivningsperiode (tall i \$1000). | 62 |
| Tabell 5. Intervall for akkumulert avskrivningskostnad og tilhørende avskrivningsperiode. | 63 |
| Tabell 6. Eksempel på behandlingsmetode 3 (tall i \$1000). | 63 |
| Tabell 7. FFO, "justert FFO" og alternativ "justert FFO" per kvartal i perioden 2008 til 2016 (i \$1000). | 65 |
| Tabell 8. Ashford Trust sin handel med egne aksjer i perioden 2006 til 2016. | 74 |

Forkortelser

| | |
|-----------------|--|
| AB | Avskrivningsbeløp |
| AFFO | Adjusted Funds From Operations |
| AHA | Ashford Hospitality Advisors LLC |
| AHP | Ashford Hospitality Prime Inc. |
| AHT | Ashford Hospitality Trust Inc. |
| AIM | Ashford Investment Management, LLC |
| REHE | Real Estate Hedged Equity (U.S.) Fund, LP |
| AINC | Ashford Inc. |
| AK | Avskrivningskostnad |
| AP | Avskrivningsperiode |
| AQUA | Ashford Quantitative Alternatives (U.S.), LP |
| CapEx | Capital Expenditures |
| C&DI | Compliance and Disclosure Interpretation |
| EBITDA | Earnings before interest, tax, depreciation and amortization |
| EPS | Earnings Per Share |
| EV | Equity Value |
| FASB | Financial Accounting Standards Board |
| FFO | Funds From Operations |
| GAAP | The Generally Accepted Accounting Principles in the US |
| GASB | Governmental Accounting Standards Board |
| GGP | General Growth Properties |
| IEK | Innskutt Egenkapital |
| IFRS | International Financial Reporting Standards |
| NAREIT | National Association of Real Estate Investment Trust |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| OP | Operating Partnership |
| LTIP | Long-Term Incentive Plan |
| PGIM | The global investment management business of Prudential |
| PREI | Prudential Real Estate Investors |
| PSUs | performance stock units |
| REIT | Real Estate Investment Trust |
| RevPar | Revenue Per Available Room |
| RV | Restverdi |
| SEC | U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) |
| S&P | Standard & Poors' |

1. Innledning

Offentliggjøring av non-GAAP måltall økte drastisk på slutten av 1990- og starten av 2000-tallet. Analyser viser at bruken av måltallene fortsatte å øke i årene fremover og at de har blitt en stadig viktigere del av selskapers rapportering (Nichols, Gray & Street, 2005; Walker, 2016). I 2001 rapporterte mer enn 60 prosent av S&P 500¹ non-GAAP måltall i sine pressemeldinger (Baumker, Biggs, Mcvay & Pierce, 2014), hvor andelen steg til 72 prosent i 2009 (Voss, 2016). I 2015 rapporterte 88 prosent av selskapene non-GAAP måltall, hvorav non-GAAP måltallet var høyere enn det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet i 82 prosent av tilfellene (Coleman & Usvyatsky, 2015). I løpet av fjerde kvartal 2016 var det hele 96 prosent som presenterte non-GAAP måltall i pressemeldinger (Coleman & Erickson, 2017).

Det finnes mange argumenter for å inkludere non-GAAP måltall i regnskapsrapporter, og flere ledere anser disse måltallene som noen av de viktigste finansielle måltallene investorer får oppgitt. Enkelte non-GAAP måltall har som hensikt å ekskludere engangshendelser og utføre enkelte regnskapsmessige justeringer, slik at det blir enklere å sammenligne selskapers ytelse periodisk (Young, 2014). Ledere hevder også at non-GAAP måltall reflekterer kjernevirksomheten til et selskap bedre enn GAAP-måltall da disse lett kan bli fordreid av “one size fits all”-problematikken (D. E. Black, Christensen, Ciesielski & Whipple, 2017).

Det er likevel potensielle risikoer ved å tillate selskaper å justere GAAP-måltall. Kritikere hevder at non-GAAP måltall fordelaktig benyttes for å justere for inntektsreducerende poster, hvor hensikten er å gi investorer en bedre oppfatning av selskapets drift enn hva som er realiteten. Videre kan bruken av justeringer variere fra å inkludere et mindre antall justeringer for å skildre periodisk ytelse, til å tåkelegge resultatene. Dette gjør det vanskelig å se den egentlige verdiskapningen på lang sikt (Doyle, Lundholm & Soliman, 2003; Young, 2014).

I denne oppgaven vil man demonstrere problematikken rundt bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer, og hvordan dette kan påvirke vår oppfatning av verdiskapning. Dette er et problem i USA spesielt, hvor lønningene til toppsjefene ofte er astronomiske uten at dette nødvendigvis reflekteres i den egentlige verdiskapningen til selskapet. Oppgaven vil belyse

¹ S&P 500 er en aksjeindeks over 500 store amerikanske virksomheter og skal representere et bredt utsnitt av industriene i USA

problemstillingen med å ta utgangspunkt i det amerikanske REIT-selskapet, Ashford Hospitality Trust Inc., heretter omtalt som Ashford Trust.

Oppgaven tar i bruk enkelte standardiserte engelske uttrykk.

1.2 Definisjon av oppgave

Oppgaven går ut på å analysere avviket mellom fremstilt og faktisk resultat når non-GAAP måltall og tilhørende justeringer er tatt i bruk. Oppgaven har som mål å bygge forståelse rundt behov, utfordringer og løsninger rundt bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer, med utgangspunkt i det amerikanske REIT-selskapet, Ashford Hospitality Trust Inc. Oppgaven forsøker også å bevisstgjøre hvordan selskapet offentliggjør non-GAAP måltall i pressemeldinger, og hvordan denne fremleggelsen kan virke villedende for investorer.

Man vil besvare problemstillingen gjennom å kartlegge følgende delmål:

1. Undersøke utviklingen i bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer i Ashford Trust, samt bakenforliggende årsaker for å avgjøre relevans rundt bruken av justeringene.
2. Fremme alternative metoder for behandling av justeringer, for å identifisere i hvilken grad selskapet oppjusterer resultatet utover faktisk verdiskapning.
3. Undersøke finansiell verdiskapning, gjennom handel med egne aksjer, for å se dette opp mot selskapets justerte resultat.

1.3 Oppgavens oppbygning

I Kapittel 2 vil det bli gitt en presentasjon av det teoretiske rammeverket benyttet for å besvare problemstillingen i oppgaven. I Kapittel 3 beskrives den metodiske tilnærmingen benyttet i studiet. Det vil også bli presentert hvordan oppgaven skal utføres i forhold til datainnsamling. Til slutt vil reliabiliteten og validiteten til oppgaven bli diskutert. Kapittel 4, 5 og 6 inneholder en analyse av henholdsvis delmål 1, 2 og 3. Kapittel 7 omfatter en diskusjon av resultatene fra analysen, og i Kapittel 8 følger en kort konklusjon og oppsummering av studiets resultater.

2. Teori

I dette kapitlet vil relevant teori for oppgaven bli presentert. Kapitlet gir en kort presentasjon av bransjen og selskapet, i tillegg til sentral informasjon angående rammeverk for innrapportering av US GAAP- og non-GAAP måltall.

2.1 Eiendom og investering

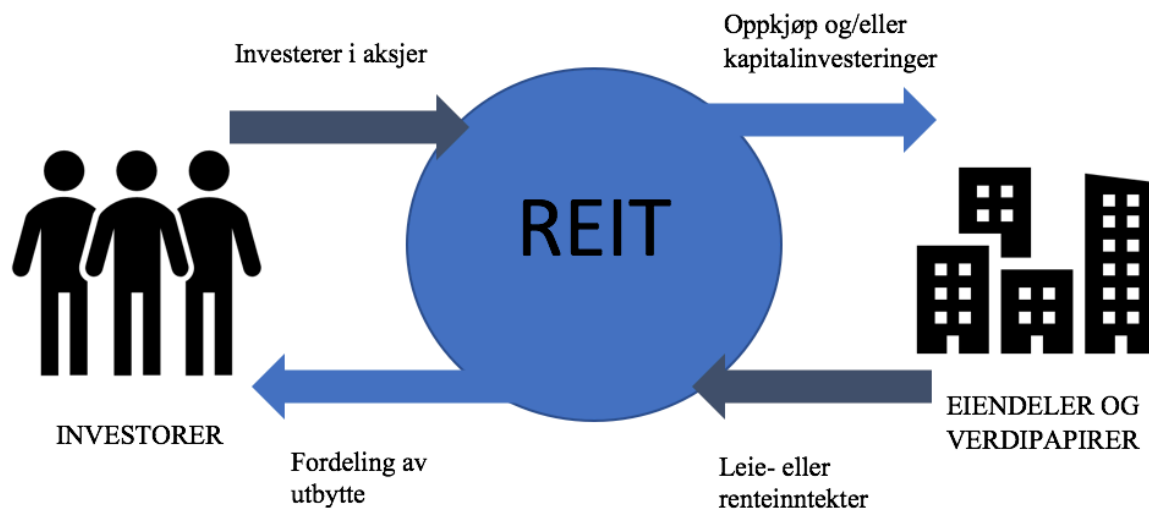
Det er generelt to måter man kan investere i eiendom på, direkte eller indirekte via aksjemarkedet. Dersom man investerer indirekte i eiendom kjøper man andeler i eiendomsselskaper, eiendomsfond eller såkalte REITs. Denne oppgaven vil ta utgangspunkt i eiendomsinvestering gjennom børsnoterte REITs (Geltner & Miller, 2007; Rasmussen & Stadsøy, 2016).

2.1.1 Real Estate Investment Trust (REIT)

Real Estate Investment Trust, heretter referert til som REIT, ble opprettet av kongressen i USA i 1960 årene med formål å gjøre investering i eiendom tilgjengelig for alle investorer og aksjonærer. På samme måte som aksjonærer investerer i selskaper gjennom kjøp av aksjer, vil aksjonærene i et REIT-selskap kunne investere i eiendom på aksjemarkedet uten selv å fysisk måtte kjøpe eller finansiere eiendommen (Nareit, 2017d).

REIT ble hovedsakelig opprettet som et skattesystem tilpasset selskaper som investerer i eiendom. Dersom man investerer i et REIT-selskap kan både store og små investorer ha eierskap i fast eiendom gjennom aksjer, hvor REIT-selskapet gjør oppkjøp og/eller kapitalinvesteringer i eiendom og verdipapirer. Videre genererer REIT-selskapet inntekt gjennom leie- og/eller renteinntekter, som danner grunnlaget for utbytteutbetaling til aksjonærene. Selskapet er ikke pliktet til å betale skatt av inntektene, mot at de betaler ut 90 prosent av sin skattepliktige inntekt til aksjonærene i form av utbytte. Til gjengjeld må aksjonærene betale skatt av utbyttet (Nareit, 2017c).

Prinsippet bak REIT-industrien er illustrert i Figur 1.



Figur 1. Prinsippet bak REIT-industrien.

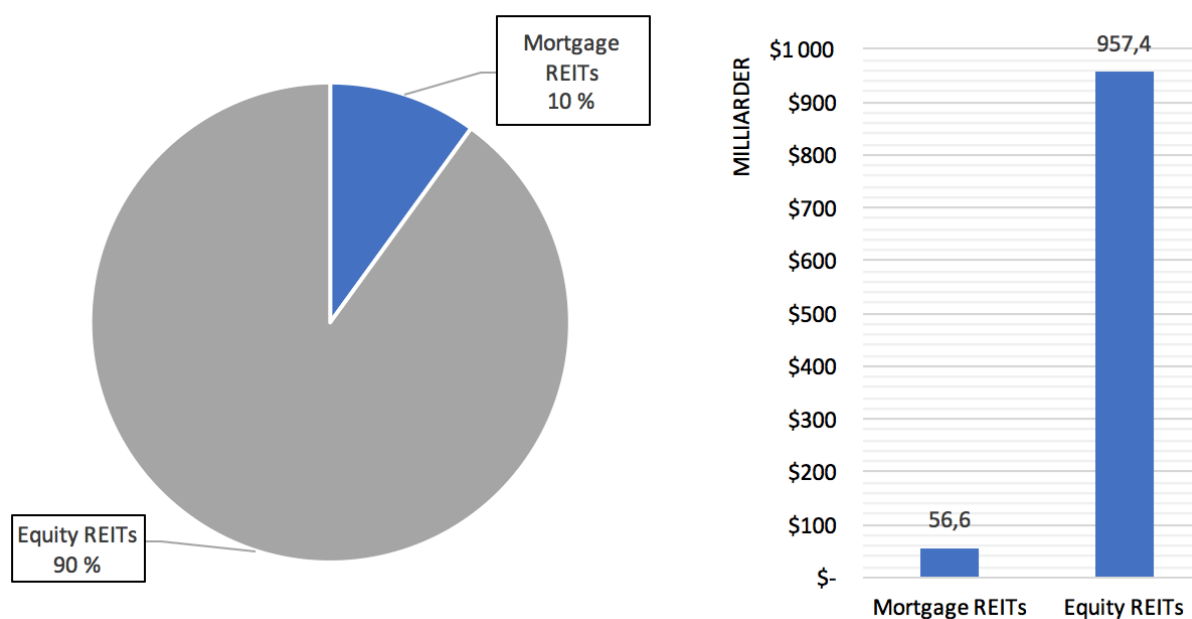
Ettersom REIT-selskaper står overfor store skattemessige fordeler sammenlignet med andre investeringsselskaper, er det visse krav som må oppfylles for å kvalifiseres som et REIT-selskap (Nareit, 2017d):

- Minst 75 prosent av den totale kapitalen må investeres i fast eiendom
- Minst 75 prosent av brutto resultat må stamme fra leieinntekter fra fast eiendom, renter fra lån relatert til eiendom, eller fra salg av fast eiendom
- Minst 90 prosent av skattepliktig inntekt må betales som utbytte til investorer hvert år
- Selskapet må være et skattepliktig aksjeselskap
- Selskapet må ledes av styremedlemmer og tillitsvalgte
- Selskapet må ha minimum 100 aksjonærer hvorav fem eller færre aksjonærer maksimalt kan eie 50 prosent av aksjene

Det er også andre fordeler ved å investere i et REIT-selskap, der hovedargumentet er stabilt og forutsigbart utbytte. I tillegg trenger aksjonærene mindre kapital når de investerer i et REIT-selskap enn dersom de kjøper en hel eiendom. Aksjer i et REIT-selskap vil også gi stabilitet til porteføljen da eiendom generelt har lav korrelasjon med resten av markedet. I tillegg er aksjene mindre flyktige, og de innebærer også mindre risiko sammenlignet med andre aksjer og investeringer (Block, 2011; Nareit, 2017c).

På den andre siden, dersom man velger å investere i et REIT må man basere seg på langsom vekst. REIT-selskaper reinvesterer omtrent 10 prosent av årlig skattepliktig inntekt, noe som gjør at veksten ikke nødvendigvis er like stor som i andre børsnoterte aksjeselskaper. Eiendomsmarkedet er også et syklisk marked, der man må være forberedt på både oppturer og nedturer avhengig av kredittmarkedet (Block, 2011; Parker, 2012).

REIT-selskaper klassifiseres i to kategorier; “Equity REITs”, som er selskaper som investerer i eiendom og “Mortgage REITs”, som svarer til selskaper som investerer i eiendomsrelaterte lån. Fra Figur 2 ser man at per 2016 var hele 90 prosent av alle REIT-selskaper “Equity REITs”, og at markedsverdien til “Equity REITs” i USA utgjorde \$957,4 milliarder, mens “Mortgage REITs” utgjorde \$56,6 milliarder (Nareit, 2016, 2017d).



Figur 2. Andel “Mortgage REITs” og “Equity REITs”, og markedsverdien til hver i USA i 2016 (Nareit, 2016).

“Equity REITs” kjøper, styrer, renoverer, vedlikeholder og selger eiendom. Selskapene har et langsiktig perspektiv, og genererer inntekt gjennom, helt eller delvis, å leie ut eller selge eiendom (Nareit, 2017d). “Mortgage REITs” er selskaper som investerer i lån og andre verdipapirer som har sikkerhet i eiendom. For disse selskapene genereres inntekt hovedsakelig av netto rentemargin, altså differansen mellom renten de tjener på eiendomsrelaterte lån, og kostnadene ved å finansiere lånene (Block, 2011; Nareit, 2017d).

Selv om “Mortgage REITs” noen ganger kan levere svært god avkastning, er det ofte selskapene som investerer i fast eiendom som overlever lengst. Et tydelig eksempel på dette er eiendomsselskapet General Growth Properties (GGP), som under finanskrisen i 2009 gikk i chapter 11. I motsetning til de fleste andre var GGP i stand til å restrukturere selskapet og unngikk dermed konkurs (Liu, Payne & Singh, 2015). “Equity REITs” er mindre sårbare for renteendringer, og historisk sett har disse selskapene levert høyere langsiktig avkastning, hatt mer stabile resultater, lavere risiko og bedre likviditet, sammenlignet med “Mortgage REITs” (Block, 2011).

2.1.2 National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)

National Association of Real Estate Investment Trust, heretter referert til som NAREIT, er landsforeningen for amerikanske REIT-selskaper. NAREIT fungerer som det globale talerøret for amerikanske REIT-selskaper og andre børsnoterte selskaper som har en interesse i det amerikanske eiendomsmarkedet. Helt siden foreningen ble etablert i 1960 har NAREIT arbeidet for å fremme REIT-selskapene sine interesser, i tillegg til å forme lovgivende og politiske beslutninger som har betydning for utviklingen av selskapene (Nareit, 2017a).

2.2 Om selskapet

Ashford Trust (NYSE: AHT) sammen med sine datterselskaper, er et eksternt forvaltet “Equity” REIT-selskap. Selskapet ble dannet som et Maryland D. C. (Washington) aksjeselskap i 2003 og investerer opportunistisk i hotellbransjen med fokus på eksklusive hotellkjeder i USA.

I 2013 ble deler av Ashford Trust utfisjonert som Ashford Prime (NYSE: AHP). Ashford Prime ble fra og med da et søsterselskap av Ashford Trust som også fungerte som ekstern forvalter for selskapet. Den resterende eierandelen av ble utfisjonert i 2015. I 2014 ble selskapets kapitalforvaltningsorgan utfisjonert, noe som resulterte i Ashford Inc.

I dag er Ashford Inc., gjennom Ashford Hospitality Advisors LLC (“AHA”), forvalter av Ashford Trust og ekstern forvalter av Ashford Prime. Ashford Investment Management, LLC (“AIM”), et datterselskap av Ashford Inc., forvalter “AQUA U.S. Fund”, et fond som Ashford Trust, per 31.12.2016, har 96,6 prosent eierandel i. Konsernstrukturen til Ashford Inc. er vist i Figur 3.



Figur 3. Ashford sin konsernstruktur.

Ashford Trust sin portefølje består primært av hoteller fra de anerkjente, eksklusive kjedene Hilton, Hyatt, Marriott, Starwood og Intercontinental Hotels Group. Selskapets hoteller er lokalisert i USA, og per 31. desember 2016 hadde selskapet følgende eierandeler:

- 123 hotelleiendommer som tilsvarer 26 013 hotellrom, der 121 av eiendommene er direkte eid og 2 er majoritetseid
- 86 luksuriøse leiligheter i WorldQuest Resort i Orlando, Florida
- 29,7 prosent eierandel i Ashford Inc. ordinære aksje (NYSE: AINC) med en bokført verdi på \$5,7 millioner
- 96,6 prosent eierandel i AQUA U.S. Fund, tidligere kalt AIM REHE Fund, med en bokført verdi på \$52,7 millioner
- 13,3 prosent eierandel i OpenKey med en bokført verdi på \$2,0 millioner

Videre baserer Ashford Trust sin forretningsstrategi seg på følgende:

- Kjøp og salg av eiendom som bidrar positivt til porteføljen
- Utføre aktiviteter i kapitalmarkedet for å skape langsiktig verdi for aksjonærer
- Forvalte kapital, forbedre likviditet, og ha kontinuerlig fokus på kostnadsreduksjon
- Implementere tiltak for å øke lønnsomheten
- Implementere effektive forvaltningsstrategier for å minimere operative kostnader og øke inntjening
- Finansiere eller refinansiere hoteller basert på konkurransedyktige betingelser

- Utnytte sikringsinstrumenter, som pantegjeld uten konserngaranti, for å redusere risiko
- Utføre investeringer eller deinvesteringer som styret anser som passende

2.3 Det amerikanske finanstilsynet (SEC)

Det amerikanske finanstilsynet, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), er et amerikansk forvaltningsorgan, som setter regler for handel med finansielle instrumenter som omsettes på børsen i USA. Alle selskaper som er registrert på den amerikanske børsen er pålagt å jevnlig innrapportere finansregnskapet og andre formelle dokumenter til SEC (Bragg, 2012; Sec, 2010).

2.3.1 10-K og 10-Q

De børsnoterte selskapene er pålagt å årlig innrapportere en omfattende analyse av selskapet i en årsrapport, i form av en 10-K rapport. Rapporten skal gi investorer nyttig informasjon om selskapets finansielle tilstand. 10-K rapporten blir gjennomgått av revisorer, og består av flere deler for å dekke ulike behov for informasjon. Den skal gi et sammendrag av forretningsvirksomheten ved å beskrive selskapets forretningsområder, historie, risiko, markedsføring, konkurranse, ansatte, samt framtidsutsikter for selskapet. Ledelsen skal også gi en forklaring på selskapets drift og økonomiske utsikter (Bragg, 2012; Sec, 2009; Yuille, 2014).

10-Q rapporten skal innrapporteres hvert kvartal og inneholder lignende informasjon som årsrapporten. Rapporten er likevel mindre detaljert og regnskapet er normalt ikke revidert, men har likevel gjennomgått flere kontrollrutiner av selskapet selv. De kvartalsvise regnskapene innrapporteres til SEC med eksakte frister som avhenger av organisasjonen sitt regnskapsår (Sec, 2011).

2.3.2 8-K

I tillegg til å arkivere rapporter kvartalsvis og årlig, er børsnoterte selskaper pålagt å rapportere et visst materiell på en mer løpende basis. Selskapene må sende inn 8-K rapporter til SEC for å kunngjøre større hendelser som aksjonærer bør være bevisst på. Denne informasjonen kan inkludere blant annet oppkjøp, fratredelse av styremedlemmer eller endringer i årsregnskapet. For de fleste hendelser har bedriftene fire virkedager til å sende inn en 8-K-rapport (Bragg, 2012; Sec, 2012).

2.4 US GAAP

Generally Accepted Accounting Principles, også kalt US GAAP eller GAAP, er et rammeverk for bokføring av regnskap og definerer hvordan selskaper bør opprettholde sine finansielle poster i forbindelse med offentlige regnskap. GAAP består av regnskapsprinsipper, standarder og prosedyrer som selskaper må forholde seg til ved regnskapsføring. Rammeverket inneholder både autoritative standarder satt av Financial Accounting Standards Board (FASB), samt allmenn aksepterte metoder for registrering av regnskapsopplysninger. GAAP er ment å sikre et minimumskrav til hva regnskapet skal inneholde, slik at det blir enklere for investorer å analysere regnskap og hente ut ønsket informasjon. Rammeverket gjør det også lettere å sammenlikne finansiell informasjon på tvers av selskaper (Flood, 2013).

2.4.1 FASB, GASB og IFRS

Financial Accounting Standards Board (FASB) ble etablert i 1973 og er en selvstendig organisasjon i privat sektor som etablerer standarder for regnskap og rapportering for virksomheter som følger GAAP- prinsippene. FASB er kilden til de fleste GAAP reguleringer i USA. Governmental Accounting Standards Board (GASB) ble etablert i 1984 og er, i likhet med FASB, en selvstendig organisasjon i privat sektor som setter standarder for regnskap. Forskjellen mellom FASB og GASB er at FASB fokuserer på offentlige og noen private virksomheter, mens GASB retter seg mot statlige og lokale myndigheter. Det internasjonale alternativet til US GAAP er International Financial Reporting Standards (IFRS) som er fastsatt av International Accounting Standard Boards (IASB). Siden 2002 har IASB og FASB jobbet

med å konvergere GAAP og IFRS, og i 2007 fjernet SEC kravet om at ikke-amerikanske selskaper registrert i USA måtte formidle deres regnskap i samsvar med GAAP, dersom de allerede samsvarte med IFRS (Fasb; Gasb; Investopedia).

2.5 Non-GAAP

I flere tilfeller blir GAAP-måltall ansett som ikke tilstrekkelig for å beskrive den operative driften til et selskap. Selskapene kan da supplere regnskapene med non-GAAP måltall. Ettersom non-GAAP måltall åpner for at ledere i større grad kan påvirke hvordan selskapets finansielle stilling fremstilles, har bruken av disse måltallene vært, og er fortsatt, et mye omdiskutert tema (Deloitte & Llp, 2016; Ey, 2016; Young, 2014)

Det kan være flere grunner til at selskaper ønsker å benytte seg av non-GAAP måltall (Deloitte & Llp, 2016):

- Kompensasjon til ledelse og incentivordninger kan være basert på non-GAAP måltall.
- Lånevilkår eller andre krav kan være basert på non-GAAP måltall.
- Gi et nyttig innblikk på elementer som påvirker selskapets ytelse og sammenlikning av resultater.
- Enkelte non-GAAP måltall benyttes ofte til å verdsette selskaper.
- Muligheten for å justere for ikke-relevante kostnader for å skreddersy måltall til eget selskap.

2.5.1 Definisjon av non-GAAP måltall

SEC definerer et non-GAAP måltall som et numerisk mål på historisk eller fremtidig finansiell ytelse, finansiell posisjon eller kontantstrømmer der man (Deloitte & Llp, 2016):

- i) Ekskluderer beløp, eller er underlagt justeringer som ekskluderer beløp, som er inkludert i det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet, eller
- ii) inkluderer beløp, eller er underlagt justeringer som inkluderer beløp, som er ekskludert fra det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet

Videre er noe av hensikten med non-GAAP måltall å beskrive enten (Deloitte & Llp, 2016):

- i) Et mål på ytelse som er forskjellig fra måltallene i finansregnskapet, eller
- ii) et mål på likviditet som er ulikt fra kontantstrøm beregnet i samsvar med GAAP

2.5.2 Historiske reguleringer for non-GAAP måltall

Regulering G og endring av punkt 10 regulering S-K

I 2003 vedtok SEC “the Rules” som omfatter krav i forhold til selskapers offentliggjøring av finansiell informasjon som ikke samsvarer med US GAAP:

- Vedtak av Regulering G som inneholder krav for visse opplysninger som må være oppgitt når non-GAAP måltall inkluderes. Reguleringen krever at selskaper som bruker non-GAAP måltall er pliktet å (1) legge ved det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet, (2) forene non-GAAP og GAAP måltall og (3) rapportere resultat og andre nyttige kunngjøringer i 8-K innen fire virkedager etter utløsende hendelse. I rapporten skal selskapet også komme med en forklaring på hvorfor ledelsen mener at non-GAAP måltall er nyttig informasjon for investorene (Ey, 2016; Sec, 2002).
- Endringer i Regulering S-K (punkt 10) med formål om å gi ytterligere veiledning rundt fremleggelse av non-GAAP måltall ved innrapportering til SEC (Ey, 2016; Sec, 2002).

Compliance and Disclosure Interpretation (C&DI)

I 2009 uttrykte SEC sin bekymring for at selskaper stadig inkluderte non-GAAP måltall i pressemeldinger, men utelot å inkludere dette i innrapporteringer til SEC. Som en konsekvens opprettet SEC i 2010 derfor “Compliance and Disclosure Interpretation” (C&DI) som skulle fungere som en veiledning til offentliggjøring av non-GAAP måltall (Deloitte & Llp, 2016).

I 2015 ble diskusjoner rundt bruken av non-GAAP måltall og bekymring rundt dette tatt opp på ulike offentlige arenaer. Regnskapssjef for SEC, James Schnurr, uttalte følgende under den årlige regnskaps- og rapporteringskongressen i 2016:

The SEC staff has observed a significant and, in some respects, troubling increase over the past few years in the use of, and nature of adjustments within, non-GAAP measures by companies as well prominence that the analysts and media have accorded such measures when reporting on the results of the companies they cover (Schnurr, 2016).

Dette viser at SEC har observert en betydelig og problematisk økning rundt bruken av justeringer i non-GAAP måltall. Som et resultat oppdaterte SEC C&DI i mai 2016 for å gi ytterligere veiledning i bruken og offentliggjøring av non-GAAP måltall (Deloitte & Llp, 2016). I den oppdaterte versjonen av C&DI ble det blant annet presentert eksempler på villedende fremleggelse av non-GAAP måltall som bryter med Regulering G, derav (Pwc, 2016):

- Presentere et mål på ytelse som utelukker normale, gjentakende og nødvendige kostnader for å drive virksomheten
- Presentere non-GAAP måltall som er inkonsistent mellom perioder uten å klargjøre endringer og årsaker til endringer
- Bruke egendefinerte regnskapsprinsipper for å beregne non-GAAP resultat

Den oppdaterte veiledningen inkluderte også eksempler på hvordan non-GAAP måltall kan virke mer fremtredende enn det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet i offentliggjøringer, derav (Pwc, 2016):

- Utelate sammenlignbare GAAP-måltall fra overskrifter og annen fremtredende tekst
- Presentere non-GAAP måltall før det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet
- Bruke hjelpemidler ved presentasjon av non-GAAP måltall som fremhever non-GAAP måltall mer enn det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet
- Presentere et resultatregnskap kun bestående av non-GAAP måltall
- Ubalansert diskusjon og analyse av non-GAAP måltall i forhold til GAAP måltall

2.6 Non-GAAP måltall i REIT-industrien

Netto resultat, definert av US GAAP, er et mye brukt nøkkeltall for investorer som et mål på selskapers lønnsomhet. Likevel blir GAAP-måltall i flere tilfeller ansett som ikke tilstrekkelig for å beskrive den operative driften til et REIT-selskap. Mye brukte non-GAAP måltall i REIT-industrien er derfor blant annet EBITDA og “justert EBITDA”, i tillegg til “NAREIT FFO” og “justert FFO” (Deloitte & Llp, 2016; Ey, 2016).

EBITDA og “justert EBITDA”

Earnings before interests, taxes, depreciations and amortisations (EBITDA) beskriver inntjening før renter, skatt, avskrivning og amortisering. Måltallet uttrykker økonomisk ytelse, i tillegg til inntjeningspotensial, og brukes blant annet til å analysere og sammenligne lønnsomheten mellom ulike selskaper og industrier. EBITDA har således en fast definisjon, men er ikke et mål på resultat og kan dermed ikke defineres som et GAAP-måltall. EBITDA, sett i forhold til *Equity Value* (EV) er et mål på et selskaps avkastning på kapital, hvor EV svarer til markedsverdi pluss selskapets gjeld (Block, 2011).

“Justert EBITDA” varierer fra EBITDA ved at man normaliserer inntekter og kostnader, med hensikt å oppnå et periodisk sammenlignbart måltall på operasjonell ytelse. Metodene som brukes til å beregne “justert EBITDA” varierer fra selskap til selskap og man bør dermed være kritisk ved sammenligning av måltallet på tvers av selskaper. Måltallet bør heller ikke fremstilles alene for å vurdere et selskap, men være en del av flere analytiske verktøy (Block, 2011).

FFO og “justert FFO”

Investorer i REIT-industrien foretrekker også ofte non-GAAP måltallet, *Funds From Operations* (FFO), fremfor netto resultat definert av US GAAP, som et mål på operasjonell ytelse. I forbindelse med regnskapsføring etter GAAP blir avskrivning av eiendom behandlet som en utgift, hvor det antas at fast eiendom synker i verdi over tid. Dette kan være misvisende ettersom den faktiske verdien av eiendommen, dersom den er godt vedlikeholdt, sjelden synker i verdi, men heller bevares, eller øker i verdi. Faktorer som spiller inn er blant annet at tomter øker i verdi, utleiepriser øker og eiendommer oppgraderes (Block, 2011; Chan, Erickson & Wang, 2002). Som en konsekvens vedtok NAREIT i 1991 definisjonen FFO som et supplerende måltall for operasjonell ytelse i REIT-selskaper, der man opprinnelig la til avskrivning av eiendom og inntekt generert fra salg av eiendom til netto resultat (Block, 2011; Nareit, 2002).

Flere REIT-selskaper begynte å ta i bruk FFO samtidig som de justerte den opprinnelige versjonen av definisjonen av måltallet, noe som førte til forvirring blant brukerne. Som et tiltak gjorde NAREIT et forsøk på å standardisere definisjonen i 1999. Den redefinerte definisjonen ble følgelig til netto resultat (GAAP), ekskludert tap/gevinst fra salg av eiendom, lagt til avskrivning og amortisering av fast eiendom, og justert for ikke-konsoliderte virksomheter, som vist i Tabell 1. I 2003 aksepterte SEC FFO som et legitimt non-GAAP måltall (Block, 2011; Nareit, 2002). Videre, i slutten av 2011 og begynnelsen av 2012 ble det slått fast at det også var relevant å justere for nedskrivning av eiendom og tilhørende lån i beregning av FFO (Bechard, 2012).

Tabell 1. Definisjon av Funds From Operations (FFO), gitt av NAREIT.

| | Netto resultat (US GAAP) |
|---|--|
| - | Tap/gevinst fra salg av eiendom |
| + | Avskrivning og amortisering |
| + | Justert for ikke-konsoliderte virksomheter |
| = | Funds From Operations |

Et sentralt element som ikke var inkludert i definisjonen til FFO var gjentakende vedlikeholdsutgifter (CapEx) nødvendig for å opprettholde standarden til eiendommene. Dette inkluderer utgifter forbundet med for eksempel reparasjon av gulv, vinduer og maling. Ettersom avskrivning av eiendom er inkludert i FFO er det også viktig å justere for disse utgiftene. NAREIT definerte derfor non-GAAP måltallet *Adjusted FFO (AFFO)* som åpner for muligheten å justere for gjentakende vedlikeholdsutgifter, samt lineær avskrivning av leieinntekter.

Man ser likevel at selskaper går utover NAREIT sin opprinnelige definisjon av AFFO og definerer egne versjoner av måltallet. Noen tar hensyn til de faktiske kapitalutgiftene som inntreffer i løpet av en rapporteringsperiode, mens andre fokuserer på å fremstille et mer langsiktig gjennomsnitt ved å glatte ut perioder med unormalt høye eller lave kapitalutgifter. Flere selskaper har også en definisjon som ikke samsvarer med de nevnt ovenfor. Ingen av metodene kan anses som riktige eller gale, men den store variasjonen gjør det vanskelig å sammenligne måltallet på tvers av REIT-selskaper (Block, 2011; Nareit, 2002).

2.7 Selskapers handel med egne aksjer

2.7.1 Emisjon

Kapital er en avgjørende faktor for selskaper som ønsker å vokse. Selskaper trenger frisk kapital i forbindelse med blant annet refinansiering og oppkjøp, i tillegg til at økt kapital tilfører selskapet mer finansiell fleksibilitet. I enkelte tilfeller er selskaper også avhengig av frisk kapital for å dekke underskudd og følgelig hindre konkurs.

En mulighet for kapitalinnhenting er via emisjon av aksjer, hvor man utvider selskapets egenkapital ved å utstede ordinære aksjer eller preferanseaksjer. Emisjoner skjer normalt ved at et selskap utsteder nye aksjer som videre selges til nye eller eksisterende aksjonærer (Bergh, 2007).

Under emisjonen selges nyutstedte aksjer til en emisjonskurs, ofte kalt tegningskurs som svarer til prisen markedet er villig til å betale. Dersom tegningskursen er høyere enn den nominelle

(pålydende) verdien til aksjen, selges aksjen med en overkurs. Overkursen defineres dermed som differansen mellom emisjonskursen og den nominelle verdien. Videre vil aksjonærene som deltar i emisjonen få tildelt aksjer i forhold til innskuddet de bidrar med. Aksjekapitalen til selskapet utvides med det samlede nominelle beløpet, og overkursfondet utvides med et eventuelt overskytende nettobeløp, etter fradrag av omkostninger (Bergh, 2007).

Det finnes forskjellige typer emisjoner. Rettet emisjon går ut på at emisjonen er rettet mot en eller flere utvalgte aksjonærer. Man kan også ha en emisjon som er offentlig uten tegningsrett, altså åpen for alle. Da kan interesserte melde hvor mange aksjer de ønsker å tegne, innen en tidsfrist. Ved overtegning er det opp til selskapet hvem som skal få hvilke aksjer. En offentlig emisjon kan også være med tegningsrett. Dette innebærer at eksisterende aksjonærer får tildelt et bestemt antall tegningsretter som er basert på deres aksjeholdning på en gitt dato. Dersom aksjonærene ikke ønsker å tegne aksjer kan de selge dem til andre som ønsker å tegne i emisjonsperioden. Emisjonen kan også være i form av en fondsemisjon. Da blir aksjekapitalen utvidet ved at penger overføres fra selskapets frie fondsavsetninger. Dette er en regnskapsmessig transaksjon som ikke tilfører ny kapital, og følgelig ikke noe aksjonærene blir rikere av. Dersom eksisterende aksjonærer velger å ikke delta i emisjonen, vil de oppleve å bli utvannet. For aksjonærene vil dette resultere i en reduksjon i relativ eierandel, kontroll, inntjening og verdi per aksje sammenlignet med før emisjonen fant sted (Bergh, 2007; Johannessen, 2013).

2.7.2 Tilbakekjøp av egne aksjer

Tilbakekjøp av et selskaps egne aksjer, samt utbetaling av utbytte eller kapitalnedsettelse, er måter å transformere midler fra selskapet til dets aksjonærer. En fordel med tilbakekjøp av egne aksjer er at denne metoden er enklere og mer fleksibel, i tillegg til at det gir skattemessige fordeler for aksjonærene, sammenlignet med utbytteutbetaling og kapitalnedsettelse (Næringslivets, 1999; Skjeltorp, 2005).

Ved et tilbakekjøp kan aksjonærene velge mellom å motta en kontantutbetaling ved å selge aksjene til selskapet eller øke sin reelle eierandel i selskapet ved at antall utestående aksjer reduseres. Skattemessig vil dette føre til økt fleksibilitet for aksjonærene, spesielt dersom man befinner seg i en tapsposisjon hvor tapet enklere kan realiseres og fradragsføres. I USA har det historisk vært en lavere beskatning av kapitalgevinst enn utbytte, og studier i USA peker på at

dette er en sentral grunn til at man har sett en vekst i tilbakekjøpsaktiviteten (Johannessen, 2013; Skjeltorp, 2005).

Store tilbakekjøp vil også påvirke sentrale nøkkeltall som investorer ofte baserer seg på. Tilbakekjøp med påfølgende kansellering av aksjene gjør at antall utestående aksjer reduseres, og det blir følgelig færre å dele overskuddet på. Dette vil videre trekke i retning av økt fortjeneste per aksjer (EPS).

Videre finnes det også andre teorier om bakgrunnen til at selskaper praktiserer handel med egne aksjer der noen av disse er nevnt under. Det er viktig å poengtere at disse hypotesene ikke er gjensidig utelukkende og ikke nødvendigvis appellerer til alle individuelle selskaper (Johannessen, 2013; Skjeltorp, 2005).

Signaliseringshypotesen

En hypotese er at ledelsen i selskapet mener at markedet priser aksjen for lavt og forsøker å signalisere underprising ved å kjøpe tilbake egne aksjer. Selskapet ønsker altså å utnytte potensiell undervurdering av aksjeprisen i en gitt periode (Dittmar, 2000).

Kapitalstruktur

En annen hensikt med tilbakekjøp kan være å redusere egenkapitalandelen og følgelig øke gjeldsgraden. En forutsetning for dette er at tilbakekjøpet finansieres av gjeld. Dersom det eksisterer en optimal gjeldsgrad for selskapet, kan tilbakekjøp av egne aksjer bidra med å nå denne gjeldsgraden (Dittmar, 2000).

Opsjonsprogram og ledelsesperspektiver

Dersom ledere i beslutningsposisjoner har et belønningssystem som baserer seg på opsjoner, vil de ofte ha incentiver for å benytte et tilbakekjøpsprogram. I motsetning til utbetaling av utbytte som reduserer opsjonenes verdi, vil tilbakekjøp av aksjer ikke ha direkte effekt på verdien av opsjonene. Man kan dermed forvente at selskaper som benytter seg av opsjoner for å belønne nøkkelpersoner i større grad benytter seg av tilbakekjøp av egne aksjer (Bartov, Krinsky & Lee, 1998).

2.7.3 Tilbakesalg av egne aksjer

Etter et selskap av ulike hensikter har tilbakekjøpt egne aksjer er en videre mulighet å drive tilbakesalg av aksjene. Selskapet ønsker dermed å selge alle eller deler av sine tidligere ervervede aksjer tilbake til markedet. En mulig grunn til at selskaper ønsker å utføre tilbakesalg kan være at selskapet ønsker å utnytte feilprising av aksjer i markedet. Dette gjør de ved å kjøpe når aksjen er billig og videre selge når aksjeprisen har steget. En annen årsak er at selskapet ønsker å frigi kapital med hensikt å utføre nye investeringer eller grunnet behov for å nedbetale gjeld (Johannessen, 2013; Skjeltorp, 2005).

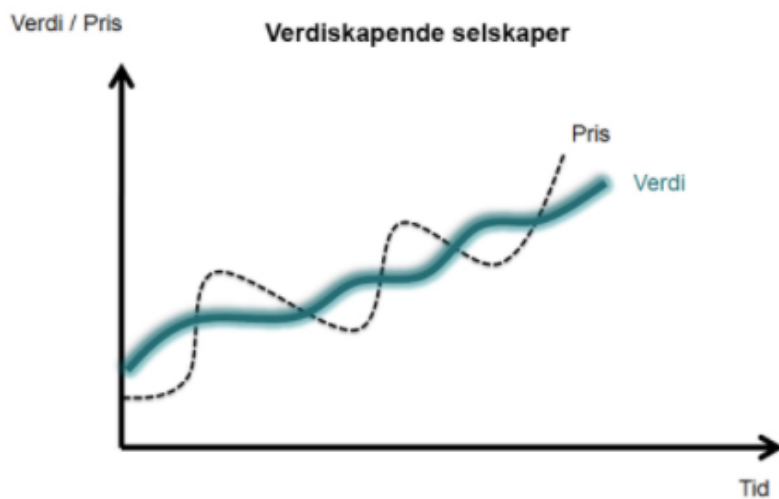
2.8 Verdiskapning og aksjekursutvikling

På kort sikt kan markedets verdsettelse av et selskap sammenlignes med et lotteri, hvor aksjeprisen stiger og synker basert på støy og tilfeldigheter. Aksjonærene kjøper og selger aksjer basert på opparbeidet informasjon, og hvordan denne tolkes. Tolkningen kan være basert på materielle forhold som bokført verdi, kontantstrøm og inntjening, og immaterielle forhold som merkenavn, tillit og forventninger om fremtidig inntjening. I tillegg vil andre forhold, som den generelle økonomiske utviklingen, bransjetrender, selskapets ledelse og posisjon, psykologi og politikk, også ha betydning for kursen (Bergh, 2007; Mikalsen, 2014)

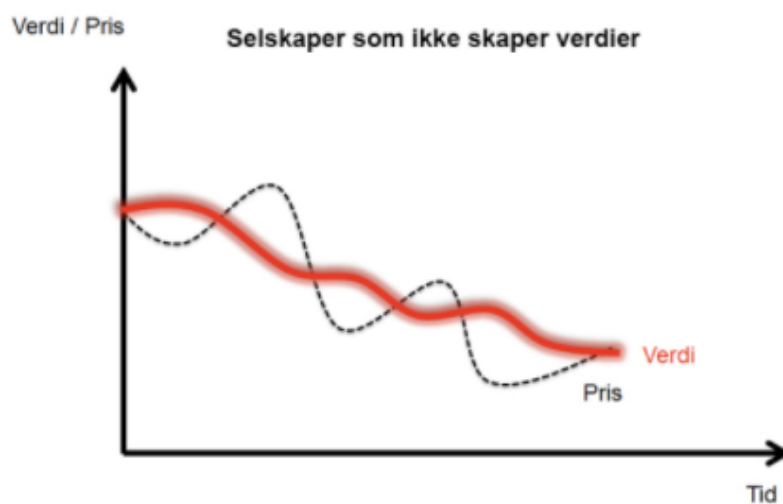
Aksjekursen er først og fremst bestemt av forventninger rundt selskapets fremtidige inntjening. Etter selskaper har annonsert deres resultater hvert kvartal, stiger eller synker ofte kursen avhengig av om selskapet har gjort det bedre eller dårligere enn forventet. Aksjekursen er altså ikke nødvendigvis avhengig av om et selskap har gjort det bra eller dårlig, men hvordan de har gjort det i forhold til forventningene. Nyheter om sentrale endringer i selskapet har også en tendens til å påvirke aksjekursen (Mikalsen, 2014).

En emisjon kan påvirke aksjeprisen både positivt og negativt, avhengig av forholdene rundt emisjonen. Dersom et selskap utfører en emisjon med formål å innhente kapital til driften, vil dette ofte påvirke aksjekursen negativt. Dersom formålet med en emisjon er å hente kapital for å vokse gjennom investeringer eller oppkjøp, vil dette som regel ha en positiv påvirkning på aksjekursen (Bergh, 2007). På lang sikt stiger og faller aksjekursen basert på selskapets evne

til å skape verdi. Økt verdiskapning gir økt pris mens redusert verdiskapning fører til en fallende aksjekurs. Aksjeanalyse bør derfor fokusere på i hvilken grad selskapet generer verdi, og forventninger knyttet til dette (Bergh, 2007; Mikalsen, 2014). Et eksempel på sammenhengen mellom aksjekurs og verdi i et verdiskapende og verdiødeleggende selskap, er illustrert i henholdsvis Figur 4 og 5. Figurene viser at aksjemarkedet går i bølger, og at aksjekursen har en syklisk natur selv om det i det lange løp vil være en jevn underliggende økonomisk vekst (Dybvad, 2014).



Figur 4. Sammenheng mellom aksjekurs og verdi i verdiskapende selskaper (Dybvad, 2014).



Figur 5. Sammenheng mellom aksjekurs og verdi i selskaper som ikke skaper verdi (Dybvad, 2014).

3. Metode

Metode er en nødvendig, men ikke tilstrekkelig, forutsetning for at de resultatene en kommer frem til i studiet skal gi en oppriktig og bedre forståelse av de forholdene man undersøker. Metode kan således beskrives som en fremgangsmåte for å besvare problemstillingen man står ovenfor, og på denne måten komme frem til ny kunnskap (Holme & Solvang, 1996).

I dette kapittelet vil man gi en innføring og samtidig drøfte den metodiske tilnærmingen i oppgaven. Det vil bli gitt en presentasjon av oppgavens case og en beskrivelse av hvordan man har innhentet, organisert og tolket informasjonen som har blitt benyttet til å besvare problemstillingen. Til slutt vil undersøkelsens gyldighet og pålitelighet bli drøftet.

Valg av metode bør først og fremst være basert på den problemstillingen man ønsker å studere (Holme & Solvang, 1996). Ettersom oppgaven har som formål å gå i dybden på bakenforliggende årsaker til bruk av justeringer i beregning av non-GAAP måltall, har man valgt en overordnet kvalitativ tilnærming til oppgaven. Innenfor kvalitativ metode finner man flere redskap for datainnsamling (Holme & Solvang, 1996):

- Kvalitativt intervju
- Observasjon
- Dokumentanalyse

I dette studiet har man valgt å benytte dokumentanalyse. Man har ikke hatt mulighet til å kontakte selskapets ledelse direkte, slik at intervju og observasjon ikke har vært gjennomførbart.

Oppgaven er utført som en case-oppgave. Case-studiet har som hensikt å kaste lys over flere viktige fenomener ved å gjennomføre en grundig og helhetlig beskrivelse av et enkelttilfelle. Oppgaven tar utgangspunkt i et amerikansk REIT-selskap og har som mål å bygge forståelse rundt utfordringer og løsninger knyttet til den økende bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer. I tillegg til å gjøre en analyse av Ashford Trust sin bruk av justeringer i konsernregnskapet, vil oppgaven også vise alternativ behandlingsmetodikk for å oppnå måltall som gir en mer realistisk beskrivelse av selskapets operasjonelle ytelse.

Analyse del 1 er basert på kvantitative og kvalitative undersøkelser. De kvantitative dataene gir en generell oversikt over situasjonen man studerer slik at en lettere kan finne frem til hvilke forhold en bør konsentrere seg om i den kvalitative undersøkelsen (Holme & Solvang, 1996). Hensikten med den kvalitative analysen er å skape en dypere forståelse rundt problemet som studeres, altså det indre perspektivet, for i større grad å være i stand til å ta rasjonelle beslutninger som danner grunnlag for resten av oppgaven. Analyse del 2 og 3 baserer seg på kvantitative undersøkelser.

Oversikt over arbeidet som er utført

I. Litteraturstudie

En litteraturstudie er gjennomført for å forstå utviklingen i bruken av non-GAAP måltall og potensielle utfordringer rundt dette. For å forstå selskapets drift og sentrale hendelser var det også sentralt å sette seg inn i historiske hendelser i Ashford Trust.

II. Datainnsamling

Datainnsamling gjennom dokumentanalyse er benyttet for å skape en dypere forståelse rundt selskapets bruk av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer.

- Datainnsamling gjennom regnskapsrapporter er benyttet for å innhente informasjon om selskapets historie, bruk av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer.
- Datainnsamling gjennom pressemeldinger er utført for å observere utviklingen i offentliggjøring av non-GAAP måltall.
- Datainnsamling av aksjekurs er innhentet for å se handel med egne aksjer opp mot utviklingen i selskapets aksjekurs.

III. Analyse

Basert på kvalitativ og kvantitativ informasjon generert fra datainnsamlingen, følger en analyse og vurdering av kartlagte funn, samt alternativ metodikk for å behandle justeringene og effekten av dette. Resultatet ble videre sett i sammenheng med finansiell verdiskapning.

IV. Diskusjon og konklusjon

Funnene i analysen ble drøftet og det ble presentert mulige grep for å bedre situasjonen.

3.1 Valg og beskrivelse av case

Ashford Trust er et amerikansk REIT-selskap som investerer opportunistisk i hotellbransjen. Selskapet ble opprettet som et Maryland aksjeselskap i 2003 og er i dag, sammen med søsterselskapet Ashford Prime, eksternt forvaltet av Ashford Inc.

På lik linje med andre børsnoterte selskaper i USA, er Ashford Trust pliktet til å innrapportere regnskap kvartalsvis i 10-Q rapporter og årlig i 10-K rapporter til SEC. I tillegg rapporterer selskapets ledere finansielle resultater i form av pressemeldinger. Ettersom 10-Q og 10-K rapportene er svært detaljerte, gjør investorer ofte beslutninger basert på pressemeldingene.

Selv om Ashford Trust er pliktet til å innrapportere til SEC i henhold til GAAP regnskapsstandard, supplerer også selskapet regnskapet med andre måltall. Gjennom non-GAAP måltall utfører selskapet omfattende justeringer av resultatene sine. Disse måltallene gir generelt et mer positivt bilde på selskapets ytelse sammenlignet med GAAP-måltall, og det kan tenkes at selskapet fremstiller resultatet bedre enn det faktisk er.

Ettersom denne oppgaven skal kaste lys over problematikken rundt bruken av non-GAAP måltall, ble Ashford Trust ansett som en passende case.

3.2 Valg av tidsperiode

For å tydelig kunne observere trender og utvikling i bruken av non-GAAP måltall må man ta for seg et bredt tidsperspektiv. Grunnet tidsbegrensninger, ble omfanget av denne oppgaven begrenset til å omfatte perioden 2008 til 2016.

Finanskrisen rammet USA i perioden 2008/2009 og hadde stor påvirkning på det amerikanske aksjemarkedet. Man ønsket å inkludere denne perioden for å se hvordan selskapet håndterte krisen, samt hvordan de opererte i kjølvannet av krisen.

I Analyse del 3 har tidsperioden blitt utvidet til også å inkludere 2006 og 2007. Dette for å tydeligere se sammenhenger mellom selskapets egenhandel med aksjer.

3.3 Litteraturstudie

For å være i stand til å avgjøre hva som er verdt å undersøke, er det essensielt at fokuset i studiet er klart før datainnsamlingen starter (Eisenhardt, 1989). Arbeidet startet følgelig med en litteraturstudie for å opparbeide kjennskap rundt utviklingen i bruken av non-GAAP måltall, standardisering av GAAP og problematikken rundt dette. I tillegg har man hatt fokus på å forstå REIT-industrien og Ashford Trust sin historie.

Kildene i litteraturstudiet ble funnet gjennom kanalene; Google Scholar, ScienceDirect, Oria, Universitetsbiblioteket, samt hjemmesidene til Ashford Trust, SEC og NAREIT. Litteraturstudiet er presentert i Kapittel 2.

3.4 Datagrunnlag – innsamling og generering av data

Dokumentanalyse

Dokumentanalyse baserer seg på å studere sekundærdata, hvor dokumenter er utarbeidet av andre enn forskeren selv. Dette er en type innholdsanalyse og kan også refereres til som diskret forskningsmetode ettersom man ikke “kommer i fysisk nærkontakt eller påvirker de mennesker, hvis handlinger eller ytringer man studerer” (Duedahl & Hviid Jacobsen, 2010, s. 18). Forskeren er altså ikke direkte observatør i hendelsene, men skaffer data gjennom foreliggende kildemateriell (Holme & Solvang, 1996). Det kan trekkes frem tre situasjoner der dokumentundersøkelse kan være spesielt godt egnet (Duedahl & Hviid Jacobsen, 2010):

1. Når det er umulig å samle inn primærdata
2. Når vi ønsker å få tak i hvordan andre har fortolket en viss situasjon eller hendelse
3. Når vi ønsker å få tak i hva andre mennesker faktisk har sagt og gjort

I denne oppgaven har det ikke vært mulig å samle inn primærdata, da kildene befinner seg i en posisjon man ikke har hatt tilgang til. Ettersom intervju og direkte observasjoner ikke har vært aktuelt, har man derfor basert analysen på sekundærdata i form av regnskapsrapporter og pressemeldinger. I tillegg har det vært av interesse å innhente informasjon om hendelser i fortiden, samt bakenforliggende årsaker. For å innhente mest mulig detaljert informasjon om

tidligere hendelser, vil sekundærdata være godt egnet. Ettersom dette svarer overens med punkt 1) og 3) nevnt ovenfor har man i denne oppgaven benyttet seg av en dokumentanalyse.

En fordel med datainnsamling via dokumentanalyse er at det er tidsbesparende. Man kan samtidig innhente et bredt spekter av informasjon. På den andre siden er det også en fare for at man samler inn data som er ment for en annen hensikt enn hva man har i oppgaven. I verste fall kan dette føre til at dataen er upålitelig. De viktigste valgene ved å bruke denne metoden er derfor knyttet til hvilke dokumenter man velger ut og troverdigheten til hvert dokument (Duedahl & Hviid Jacobsen, 2010). I denne oppgaven har man benyttet 10-Q og 10-K rapporter og pressemeldinger, da disse dataene regnes som troverdige.

Regnskapsrapporter og pressemeldinger

Resultatregnskapet og balansen ble hentet ut fra selskapets årsrapport (10-K) gitt i “Financial Statements and Supplementary Data” som finnes i punkt 8. Tilsvarende informasjon per kvartal ble innhentet fra de kvartalsvise rapportene (10-Q), gitt i “Financial Statements (unaudited)”, som finnes i punkt 1. Talldata fra selskapets opprinnelige beregning av “justert FFO” ble hentet fra “Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations” gitt i årsrapportene og kvartalsvise rapporter, i henholdsvis punkt 7 og punkt 2. Informasjon rundt justeringene ble innhentet fra samme punkt i rapportene.

Data rundt selskapets offentliggjøring av GAAP- og non-GAAP måltall, ble innhentet fra selskapets pressemeldinger, som er tilgjengelig på deres hjemmeside. Man tok for seg pressemeldingene hvor selskapets ledere presenterte de kvartalsvise resultatene. Man hadde fokus på selskapets høydepunkt presentert i overskrifter, samt deres fremleggelse av finansielle og operasjonelle høydepunkt.

Aksjekurs

Ved innhenting av selskapets historiske aksjekurs har man benyttet investeringsinformasjonssiden, Yahoo Finance. I tillegg har nettbaserte portaler for verdipapirhandel, som Netfonds og NYSE, blitt benyttet for supplerende data. Bloomberg, et analyseverktøy for aksjeforvaltning, ble anvendt for å innhente informasjon angående selskapets emisjoner av ordinære aksjer.

3.5 Analyse av data

Analysearbeidet har vært tredelt, der hver del har som mål å kartlegge de tre delmålene til oppgaven. Analysen er gjennomført som følger:

I. Analyse Del 1

Etter å ha samlet inn og strukturert data fra regnskapsrapportene, benyttet man kvantitative undersøkelser for å observere sammenhenger og utvikling i bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer i Ashford Trust. Videre har man gått i dybden i regnskapsrapportene for å finne informasjon som underbygger de kvantitative resultatene. Basert på funnene har man gjort en kvalitativ analyse og vurdering av justeringene utført i beregning av opprinnelig "justert FFO".

II. Analyse Del 2

Basert på slutninger tatt i Analyse Del 1, har man utarbeidet alternative metoder for behandling av justeringer man har vurdert som ikke-relevante. De egendefinerte metodene har blitt simulert for den aktuelle tidsperioden for å identifisere i hvilken grad Ashford Trust oppjusterer resultatet.

III. Analyse Del 3

I denne delen har man analysert verdiskapning gjennom finansielle aktiviteter, nærme bestemt kapitalallokering i form av handel med egne aksjer. Man har studert selskapets aktivitet innen emisjon og tilbakekjøp, og i hvilken grad dette kan tilføre verdi til selskapet.

3.6 Validitet og reliabilitet

Undersøkelser skal alltid forsøke å minimere problemer knyttet til validitet (gyldighet) og reliabilitet (pålitelighet). I det følgende skal man drøfte oppgaven opp mot kravene til disse begrepene.

Intern og ekstern validitet

Validitet er en betegnelse på hvor godt man måler det oppgaven har som formål å måle. For å belyse problemstillingen på en god måte, er det sentralt med høy validitet i oppgaven. Intern validitet går ut på om resultatene oppfattes som riktige, altså hvorvidt man har beskrevet et fenomen på riktig måte. Ekstern validitet omhandler i hvilken grad funnene fra undersøkelsen kan generaliseres (Duedahl & Hviid Jacobsen, 2010).

En måte å teste intern validitet er å sjekke egne resultater opp mot tidligere resultater som forskere har kommet frem til. Dette kan enten gjøres ved å kontrollere undersøkelser og konklusjoner mot andre, eller ved å foreta en kritisk gjennomgang av resultatene selv (Duedahl & Hviid Jacobsen, 2010). Etersom man i denne oppgaven ikke har hatt direkte kontakt med selskapets ledere, kan man ikke bekrefte eller avkrefte at selskapet vil kjenne seg igjen i funnene som blir presentert i oppgaven. Likevel har man i løpet av forskningsperioden sørget for kontinuerlig dialog med veileder som har hatt fagkyndig og betydningsfull informasjon om selskapets drift, noe som styrker den interne validiteten til oppgaven.

En annen form for validering innebærer en kritisk gjennomgang av sentrale faser i forskningsprosessen. Her skal man rette kritiske blikk mot utvalget av enheter og sette spørsmålstegn ved om man har observert riktige enheter, samt om disse formidler sann informasjon. Validiteten til dataene man samler inn er også sterkt avhengig av kildene. Man bør dermed stille seg spørsmål om man har fått tak i de riktige kildene og om disse gir riktig informasjon (Duedahl & Hviid Jacobsen, 2010).

En faktor som svekker validiteten i oppgaven er at deltaljnivået i regnskapsrapportene og pressemeldingene, benyttet i datainnsamlingen, varierer i tidsperioden man har undersøkt. Regnskapsrapportene fra 2008 til 2011 er av et annet format, sammenlignet med 2012 til 2016, der de tidligere rapportene inneholder mindre detaljer rundt regnskapspostene. Man har derfor hatt tilgang til mindre informasjon i denne perioden, noe som kan ha påvirket analysen og

vurderingen av justeringene. Det var lite informasjon rundt enkelte av justeringene, noe som gjorde det vanskelig å gjøre vurdering av relevans.

Case-oppgaven har som formål å kaste lys over den økende bruken av non-GAAP måltall, og tilhørende justeringer, for å se i hvilken grad dette kan villedde investorer. Oppgaven tar utgangspunkt i REIT-selskapet, Ashford Trust, og deres definisjon av “justert FFO”. Dersom andre forskere benytter tilsvarende metode på andre selskaper i samme bransje, er det tenkelig at de vil oppdage tilsvarende fenomen. Man må likevel være bevisst på at ulike selskaper beregner “justert FFO” med ulike formål og at prinsipper som overføres må tilpasses de ulike selskapene. Den eksterne validiteten til resultatene begrenses dermed av bransje og formål bak bruken av “justert FFO”.

Reliabilitet

I følge Jacobsen (2005), vil en vurdering av oppgavens reliabilitet være basert på om det er spesielle trekk ved metodebruken som har skapt de resultatene man til slutt har endt opp med. Pålitelighet vil altså si i hvilken grad undersøkelsen kan etterprøves, hvorav høy pålitelighet er sentralt for at metoden skal kunne lede til samme resultat, dersom en forsker utfører samme studie som i dette tilfellet.

I den kvantitative delen av oppgaven vil det alltid være risiko for feil under opptelling av en undersøkelsesenheter og unøyaktighet rundt avlesning i regnskapsrapportene. Dette vil følgelig svekke etterprøvbareheten til oppgaven. Nøyaktig og presist arbeid, samt kontrollsjekk av alle tall har likevel redusert sannsynligheten for disse feilkildene.

Ettersom den kvalitative analysen er subjektiv og man i tillegg har benyttet dokumentanalyse basert på sekundærkilder vil etterprøvbareheten følgelig reduseres. Det er forståelsen av undersøkelsesenheter som danner grunnlaget for den kvalitative analysen, noe som i liten grad kan ettergjøres av andre, med samme utfall. I underbevisstheten velger man ut data som av egen oppfatning er av mer interesse på bekostning av mindre interessante data. I tillegg er det også en mulighet for at forskeren velger ut data basert på en idealisert oppfatning (forutinntatthet) av et fenomen (Duedahl & Hviid Jacobsen, 2010). Likevel, ettersom målet med oppgaven er å demonstrere problematikken rundt bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer vil forskere som utfører samme studie derfor med stor sannsynlighet komme frem til samme slutning.

4. Analyse Del 1: Ashford Trust

I dette kapittelet vil man undersøke utviklingen av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer, samt bakenforliggende årsaker for å avgjøre relevans for justeringene. Første delen av analysen omfatter en gjennomgang av sentrale hendelser i historien til Ashford Trust, samt en beskrivelse av selskapets finansiering. Kjennskap til dette vil være sentralt for å forstå driften av selskapet og vil ha betydning for resten av oppgaven.

For å demonstrere bruken av non-GAAP måltall har man analysert bruken av “justert FFO” og tilhørende justeringer i Ashford Trust. Selskapets pressemeldinger i perioden 2008 til 2016 har også blitt analysert for å se hvordan de fremlegger finansielle måltall i offentliggjøring av resultater. Videre omfatter dette kapittelet en analyse og vurdering av justeringene utført ved beregning av “justert FFO”.

En fullstendig liste av selskapets justeringer, samt engelsk-norsk oversettelse er vist i Vedlegg A. I Vedlegg B finner man Ashford Trust sin originale beregning av “justert FFO” for hvert kvartal i perioden 2008 til 2016. I analysen har man supplert med data fra selskapet resultatregnskap og balanse som er tilgjengelig i selskapets 10-Q og 10-K rapporter.

4.1 Sentrale hendelser i perioden 2008 til 2016

I 2011 gjorde Ashford Trust et oppkjøp av PIM Highland, hvor de kjøpte opp en eierandel på 71,74 prosent i den felleskontrollerte virksomheten. PIM Highland opererer 28 hoteller bestående av totalt 8084 rom. Den 6. mars 2015 kjøpte Ashford Trust opp de resterende 28,26 prosentene, og PIM Highland ble følgende et datterselskap av Ashford Trust.

19. november 2013 annonserte Ashford Trust at 80 prosent av Ashford Prime var utfisjonert av selskapet, og at Ashford Prime fra og med 20. november 2013 ble et børsnotert selskap (NYSE: AHP). Ashford Prime ble erklært et selvstendig REIT-selskap og var fra og med da eksternt forvaltet av Ashford Trust. 13. juli 2015 kunngjorde selskapet utdeling av de resterende ordinære aksjene, noe som resulterte i at Ashford Trust ikke lengre hadde eierandel i Ashford Prime.

Den 12. november 2014 ble selskapets kapitalforvaltningsorgan utfisjonert, noe som resulterte i det børsnoterte selskapet Ashford Inc. Som en del av fisjoneringen ble Ashford Hospitality Advisors LLC (“Ashford LLC”) et datterselskap av Ashford Trust. Ashford LLC forvalter Ashford Trust og fungerer som en ekstern rådgiver for Ashford Prime. Selskapet utfører, direkte eller indirekte, aktiviteter innen blant annet oppkjøp, utvikling, kapitalforvaltning, regnskap, skatt, risikostyring og juridiske hendelser, i henhold til vilkår gitt i en rådgivningsavtale.

I mars 2016 kjøpte Ashford Trust en eierandel på 12,2 prosent i det ikke-konsoliderte selskapet OpenKey som er kontrollert av Ashford Inc. Dette er en nøkkelfri- og mobil løsning som gir tilgang til hotellrom. Selskapet er privateid og er finansiert av de 12 største hotelleier- og forvaltningsselskapene i verden.

Figur 6 viser Ashford Trust sine aksjekurser i perioden 2008 til 2016. Kursene er hentet fra Yahoo Finance. Man kan se at aksjekursen fra 2008 til 2010 var påvirket av finanskrisen. I begynnelsen av 2011 kan man se en liten nedgang i aksjekurs, noe som har sammenheng med oppkjøpet av PIM Highland. Kreditturoen rammet USA i 2011 og er årsaken til det store fallet i aksjekurs, også kjent som “Black Monday (2011)”. 8. august 2011 krasjet nemlig det amerikanske og globale aksjemarkedet som følge av at Standard & Poor’s nedgraderte USA sin kredittverdighet den 6. august fra toppnivået AAA til AA+. Dette var første gang i historien at USA sin kredittverdighet ble nedvurdert. Andre fall i 2011 skyldes innsidesalg og emisjon (Christensen, 2011; Mohr, 2011).

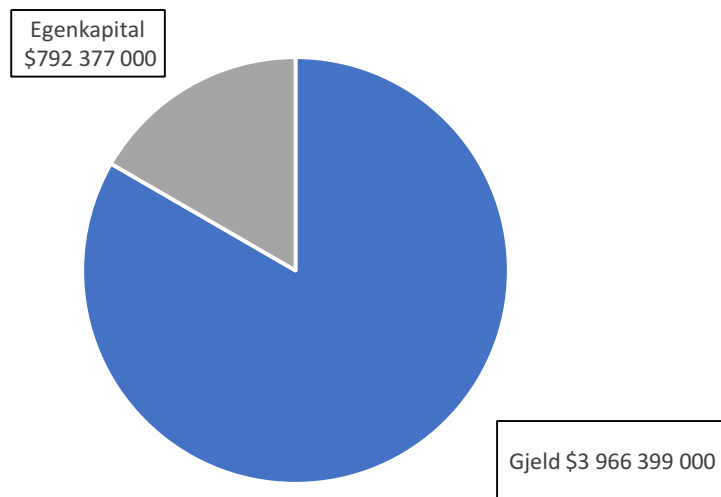
Aksjekursen falt også da selskapet annonserte utfisjoneringsen av Ashford Prime i 2013 og 2015, samt utfisjoneringsen av Ashford Inc. i 2014, tilsvarende verdien av de utfisjonte selskapene. Dette medførte ikke tap til aksjonærene, men utskilling av verdier i egne selskaper. Kreditturoen i 2011 og utfisjoneringsene er markert med loddrette linjer i Figur 6.



Figur 6. Historisk aksjekursutvikling til Ashford Trust i perioden 2008 til 2016.

4.2 Finansiering

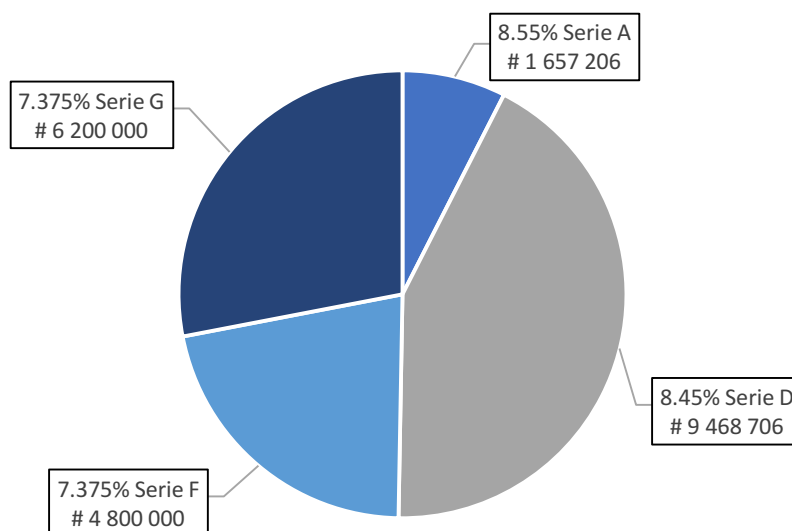
Ashford Trust sitt driftsresultat per 31.12.16 var på \$155,7 millioner, og netto resultat tilgjengelig for selskapets aksjonærer var på -\$88,7 millioner. Balansen viser at konsernets eiendeler ved årsskiftet hadde en bokført verdi på \$4,9 milliarder. Bokført egenkapital og gjeld på samme tidspunkt var henholdsvis \$792,4 millioner og \$4,0 milliarder, som svarer til en gjeldsandel på 83 prosent, illustrert i Figur 7.



Figur 7. Kapitalstruktur til Ashford Trust per 31.12.2016.

Selskapets egenkapital består primært av innskutt egenkapital, opptjent egenkapital og aksjekapital. Per 31.12.16 utgjorde innskutt egenkapital \$1,76 milliarder, opptjent egenkapital (akkumulert underskudd) -\$974,00 millioner og aksjekapitalen \$1,19 millioner. Minoritetsinteresser via eierskap i to hoteller og utgjorde \$756 000.

Preferanseaksjene Ashford Trust operer er inndelt i klassene A, D, F og G og fordelingen er illustrert i Figur 8.



Figur 8. Fordeling av Ashford Trust sine preferanseaksjer per 31.12.2016.

I tidligere år har selskapet også operert med 9.00% Serie E-preferanseaksjer og Serie B-1 preferanseaksjer. B-1 preferanseaksjer var konvertible til ordinære aksjer og kunne dermed ha fordelene til både preferanseaksjer og ordinære aksjer.

Ashford Trust opererer bevisst med en høy gjeldsgrad da de investerer uten konserngaranti. Dette vil si at utlåner har sikkerhet i panten og følgelig panterett i eiendommen tilsvarende beløpet som skyldes. Låntaker gir altså ingen konserngaranti for lånet, og dersom lånet ikke blir betalt kan långiver i ytterste konsekvens tvangsselge eiendommen for å inndrive lånet. Långiver har ikke krav på ytterligere kompensasjon, uavhengig om sikkerheten dekker tilbakebetalingen eller ikke. Ettersom risikoen ligger hos långiver, som ikke er garantert å få tilbakebetalt hele den utstedte gjelden, vil långiver ta høyere renter, sammenlignet med lån med konserngaranti.

Ettersom Ashford Trust sin portefølje baserer seg på å investere i eiendom har selskapet en rekke ekstra kostnader forbundet med refinansiering og innfrielse av lån, knyttet til både pooler av hoteller og enkelthoteller. På den andre siden, en slik strategi gjør at selskapet kan pådra seg mer risiko og dermed muliggjøre større fortjeneste. Videre åpner dette for at selskapet kan kjøpe tilbake aksjer i stedet for å bruke ressursene på nedbetaling av gjeld.

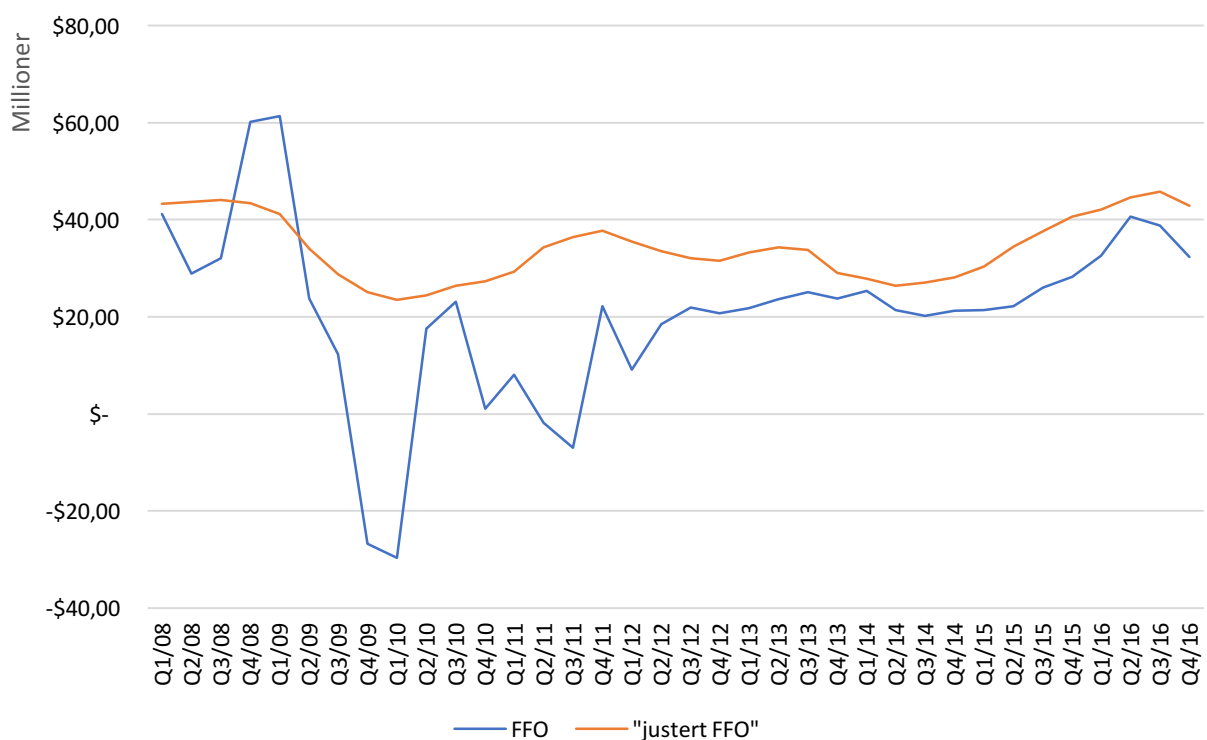
4.3 Utvikling i bruk av non-GAAP måltall

I delkapittel § 4.3.1 har man analysert utviklingen i bruken av justeringer utført i beregningen av “justert FFO”, sett i sammenheng med differansen mellom FFO og “justert FFO”. Delkapittel § 4.3.2 tar for seg Ashford Trust sine pressemeldinger og hvor hyppig non-GAAP måltall opptrer i forhold til GAAP-måltall.

4.3.1 Bruken av justeringer i beregning av “justert FFO”

I løpet av det siste tiåret har bruken av non-GAAP måltall som et supplement til ordinære GAAP måltall blitt stadig mer utbredt (Deloitte & Llp, 2016; Parrino, 2016). Lederne selv hevder at disse måltallene er et godt hjelpemiddel for investorer til å forstå selskapets kjerneoperasjon. På den andre siden viser kritikere bekymring for at flere ledere utnytter disse måltallene til å gi investorer en bedre oppfatning av selskapets drift enn hva som er reelt (Curtis, Mcvay & Whipple, 2014). Bruken av justeringer kan variere fra å inkludere et mindre antall justeringer for å skildre periodisk ytelse, til å tåkelegge resultatene som videre kan gi investorer villedende informasjon.

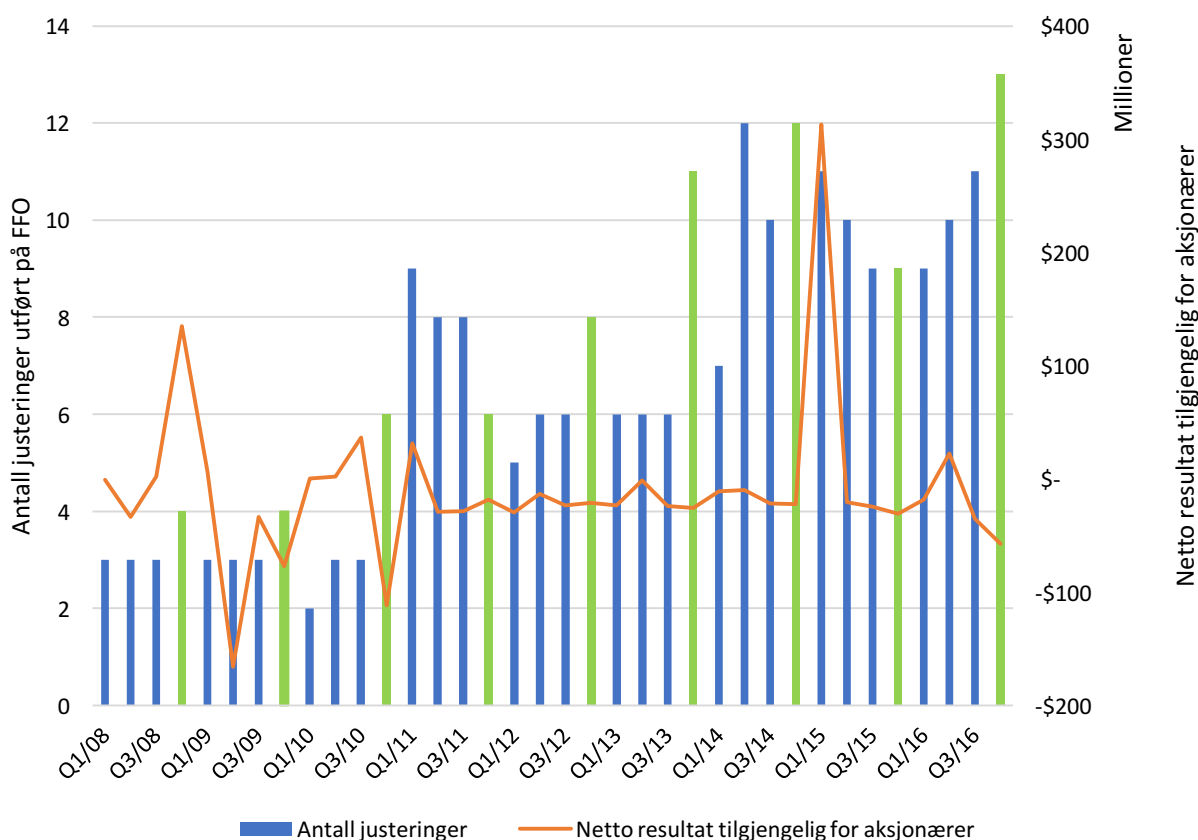
Videre i oppgaven har man omtalt “justert FFO/FFO/netto resultat tilgjengelig for selskapets ordinære aksjonærer” som netto resultat, “justert FFO” og FFO. Man har benyttet glidende verdier for å se bort fra at selskapet opererer i en syklisk bransje. Figur 9 sammenligner “justert FFO” med FFO for Ashford Trust i perioden 2008 til 2016. Figuren viser at “justert FFO” jevnt over gir et høyere resultat enn FFO. På den andre siden gir “justert FFO” et resultat som inneholder mindre variasjon sammenlignet med FFO. Man kan også se at det totale beløpet som justeres for var større i tidligere år. Den store differansen i 2009 skyldes at selskapet justerte for omfattende nedskrivninger av fast eiendom.



Figur 9. FFO og opprinnelig "justert FFO" i perioden 2008 til 2016.

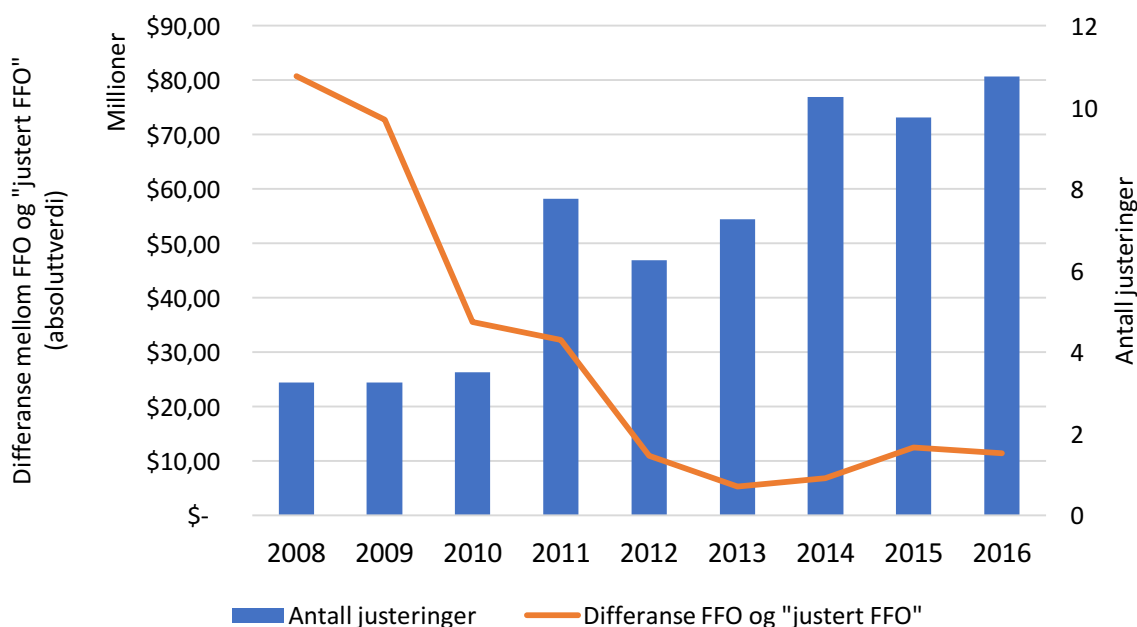
Figur 10 viser antall justeringer utført per kvartal, sett i sammenheng med netto resultat. Man kan se at bruken av antall justeringer har økt betraktelig i løpet av den studerte perioden, fra 3 justeringer i første kvartal 2008 til 13 i fjerde kvartal 2016.

Figuren viser at antall justeringer er høyest i fjerde kvartal i syv av ni år, hvor fem av disse viser lavest netto resultat i samme kvartal. Dette kan ha sammenheng med at hotellbransjen er en syklisk bransje, der fjerde kvartal er lavsesong med blant annet lite forretningsreiser, og blir følgelig ansett som det dårligste regnskapskvartalet. I fjerde kvartal er det ofte mye kostnader knyttet til oppussing, noe som kan være en årsak til det høye antallet justeringer i dette kvartalet.



Figur 10. Sammenheng mellom antall justeringer og netto resultat tilgjengelig for aksjonærer.

Sammenhengen mellom antall justeringer per år og beløpet det justeres for er vist i Figur 11. Diagrammet er gitt i gjennomsnittlig verdier per kvartal, for hvert år. Til tross for en økning i antall justeringer, kan man se at beløpet som justeres for var betydelig større i tidligere år.



Figur 11. Sammenhengen mellom antall justeringer og differansen mellom FFO og "justert FFO".

4.3.2 Bruken av non-GAAP måltall i pressemeldinger

Som nevnt, benytter investorer ofte pressemeldinger til å gjøre investeringsbeslutninger da 10-Q og 10-K rapportene er svært omfattende og detaljerte. Det er også et kjent fenomen at ledere legger fokus på non-GAAP måltall i pressemeldinger og finansielle kunngjøringer. Ettersom definisjonen til "justert FFO" og "justert EBITDA" varierer fra selskap til selskap, kan måltallene være misledende for investorer blant annet ved sammenligning av selskaper.

Basert på dette har man studert bruken av non-GAAP måltall i Ashford Trust sine pressemeldinger, der ledelsen legger frem sine kvartalsvise resultater, for perioden 2008 til 2016. Både uthevede høydepunkt i starten av rapporten, samt fremleggelse av finansielle og operasjonelle høydepunkt har blitt studert. I analysen har man observert hyppigheten i bruken av non-GAAP måltall i forhold til GAAP-måltall, samt hvordan måltallene blir lagt frem i rapportene.

Et typisk eksempel på uthevet høydepunkt i en pressemelding er vist i Figur 12.

ASHFORD TRUST REPORTS SECOND QUARTER 2016 RESULTS

RevPar for all Hotels Grew 4.9%
Adjusted EBITDA Increased 11%
Adjusted Funds from Operations per Share Increased 18%
Comparable Hotel EBITDA Margin Increased 106 bps
Comparable Hotel EBITDA Flow-Through was 61%

Figur 12. Eksempel fra Ashford Trust sin pressemelding (andre kvartal 2016).

Tabell 2 gir en oversikt over funnene fra Ashford Trust sine kvartalsvise finansielle kunngjøringer. Ettersom det offentliggjøres fire finansielle kunngjøringer per år, vil “100%” i tabellen under svare til at måltallet er rapportert i fire av fire kunngjøringer. Pressemeldingene viser at Ashford Trust har inkludert “justert EBITDA” i uthevet høydepunkt i 12 kvartal og “justert FFO” i 10 kvartal, der hyppigheten er størst i 2015 og 2016. I de tilfellene der selskapet har presentert non-GAAP måltall som et uthevet høydepunkt, har de ikke lagt ved tilhørende GAAP-måltall. Man har også sett at selskapet benytter hjelpemidler som fet, kursiv og midtstilt skrift, for å ytterligere fremheve non-GAAP måltall.

Når Ashford Trust legger frem finansielle og operasjonelle høydepunkt i pressemeldingene presenterer selskapet GAAP-måltall før tilhørende non-GAAP måltallet i 86 prosent av tilfellene, tilsvarende 31 av 36 kvartal i perioden 2008 til 2016. I de resterende fem kvartalene har selskapet presentert non-GAAP måltall, men unnlatt å presentere tilhørende GAAP-måltall. Også her kan man se antydning til en økende bruk av non-GAAP måltall samtidig som bruken av GAAP-måltall er avtakende i de senere år.

Tabell 2. Funn fra finansielle kunngjøringer i perioden 2008 til 2016.

| År | Uthevet høydepunkt | | | Finansielle og operasjonelle høydepunkt | | |
|------|--------------------|---------------|------------------|---|---------------|------------------|
| | Netto resultat | “Justert FFO” | “Justert EBITDA” | Netto resultat | “Justert FFO” | “Justert EBITDA” |
| 2008 | - | - | - | 100% | 100% | - |
| 2009 | - | - | - | 100% | 100% | - |
| 2010 | - | - | - | 100% | 100% | - |
| 2011 | - | 50% | - | 100% | 100% | - |
| 2012 | - | - | 75% | 100% | 100% | 50% |
| 2013 | - | 25% | 75% | 100% | 100% | 75% |
| 2014 | - | - | - | 100% | 100% | - |
| 2015 | - | 100% | 100% | 25% | 100% | 100% |
| 2016 | - | 75% | 50% | 50% | 100% | 100% |

4.4 Analyse av justeringer utført ved beregning av “justert FFO”

Videre følger en analyse og vurdering av selskapets justeringer utført ved beregning av “justert FFO”. Hensikten med denne delen av analysen er å beskrive hvordan Ashford Trust fordelaktig pynter på resultatet ved å ekskludere kostnader som burde vært en del av det faktiske resultatet. Dette for å demonstrere hvordan non-GAAP måltall i enkelte tilfeller kan mislede investorer i investeringsbeslutninger ved at selskaper fremstiller resultatet bedre enn det faktisk er.

4.4.1 Ashford Trust sin definisjon av FFO og “justert FFO”

Ashford Trust beregner FFO som definert av NAREIT hvor det tas utgangspunkt i netto resultat tilgjengelig for ordinære aksjonærer beregnet i samsvar med US GAAP. Videre justeres det for tap/gevinst ved salg av eiendom, ekstraordinære poster definert av GAAP, avskrivning og amortisering av fast eiendom, nedskrivning av eiendom, og etter justering for ikke-konsoliderte virksomheter (Ashford Hospitality Trust, 2017; Nareit, 2002).

Som kjent presenteres “justert FFO” med ulike formål basert på hvilke regnskapsposter det justeres for (D. a. T. C. Black, 2009). Ashford Trust begrunner justeringene som blir utført ved beregning av “justert FFO” som følgende (Ashford Hospitality Trust, 2017):

“We exclude items from AFFO that are either non-cash or are not part of our core operations in order to provide a period-over-period comparison of our operating results”.

I følge definisjonen ekskluderer Ashford Trust regnskapsposter som enten er uten kontanteffekt, eller som ikke er en del av selskapets kjernevirksomhet for å oppnå et periodisk sammenlignbart måltall på operasjonell ytelse.

Videre presiserer selskapet at FFO og “justert FFO” ikke representerer kontantstrøm generert fra operasjonell drift som definert i GAAP, og at måltallene heller ikke skal sees på som et alternativ til hverken a) GAAP resultat som et mål på selskapets finansielle ytelse, eller b) GAAP kontantstrøm fra operasjonell drift som et mål på likviditet. Måltallene skal heller ikke være en indikasjon på tilgjengelige midler for å tilfredsstille selskapets behov for kontanter, inkludert dets evne til å utdele utbytte. Selskapet mener derimot at FFO og “justert FFO” er nyttige måltall for å gi en klar forståelse av selskapets historiske operasjonelle resultater, og at

de bør vurderes sammen med netto resultat og kontantstrøm rapportert i konsernregnskapet (Ashford Hospitality Trust, 2017).

4.4.2 Utgangspunkt for vurdering av justeringene

Som nevnt ekskluderer Ashford Trust regnskapsposter som ikke gir kontanteffekt eller som ikke er en del av selskapets kjernevirksomhet i beregningen av “justert FFO”, uten at det kommer klart frem hva som defineres som kjernedrift for selskapet. Selskapet justerer også for ikke-gjentakende hendelser uten at dette kommer frem i definisjonen.

For at investorer skal få en bedre forståelse for hvorfor selskapet utfører enkelte justeringer er det nødvendig å klargjøre hva som er en engangskostnad, samt hva som inngår i operasjonell drift. Som et utgangspunkt for analysen har man derfor utarbeidet definisjoner på engangskostnad og operasjonell drift for Ashford Trust. Gjennom forarbeidet til analysen har operasjonell drift blitt definert basert på egen oppfatning av virksomheten.

Engangskostnad: En kostnad defineres som en engangskostnad dersom den a) ikke har blitt gjentatt de to foregående årene, og b) ikke er forventet å inntreffe igjen i løpet av de to følgende årene.

Operasjonell drift: Ashford Trust er et eiendomsinvesteringsselskap der den operasjonelle driften i stor grad består av kjøp og salg av hotelleiendom og tilhørende aktiviteter. Operasjonell drift inkluderer også aktiviteter rundt aksje- og opsjonsprogrammer, utstedelse og innløsning av preferanseaksjer, og operasjonelle aktiviteter knyttet til investeringsinstrumenter.

Videre i analysen har justeringene blitt vurdert som relevant eller ikke-relevant for utregning av “justert FFO”. Dersom hendelsen vurderes som en relevant justering, har man en oppfatning av at hendelsen bør justeres for og følgelig ikke bør utgjøre en del av justert resultat. Hendelser som vurderes som ikke-relevante bør være en del av det justerte resultatet, og følgelig ikke justeres for. For at en justering skal vurderes som relevant må den oppfylle minst ett av følgende punkter:

- Engangskostnad
 - Dersom engangskostnaden kan oppfattes som en del av operasjonell drift vil den likevel regnes som en relevant kostnad som det ikke bør justeres for.
- Hendelsen utgjør ikke en del av operasjonell drift i Ashford Trust
- Tap/gevinst uten kontanteffekt, som ikke har innvirkning på nåværende kontantstrøm, kun fremtidig

4.4.3 Analyse og vurdering

Følgende kommer en analyse og vurdering av observerte justeringer i perioden 2008 til 2016. Tabell 3 gir en oversikt over de observerte justeringene i perioden. I analysen har man valgt å slå sammen enkelte justeringer da de omfatter tilsvarende aktiviteter eller hendelser.

Tabell 3. Observerte justeringer i perioden 2008 til 2016.

| # | Justering |
|-------|---|
| 1 | Opphør av utstedelseskostnader grunnet innløsning av Serie E-preferanseaksjer |
| 2 | Utbetalt aksjeutbytte på konvertible preferanseaksjer |
| 3 | Aksjebasert utbytte på Serie B-1 preferanseaksjer |
| 4 | Avskrivning av ikke-amortiserte lånekostnader og avslutningsavgifter |
| 5 | Andre nedskrivninger |
| 6 | Gevinst (uten kontanteffekt) på forsikringsoppgjør |
| 7 | Andre inntekter/utgifter |
| 8-9 | Rettsavgjørelser og relaterte saksomkostninger |
| 10 | Transaksjonskostnader, anskaffelseskostnader og kostnader relatert til endring |
| 11 | Transaksjonskostnader knyttet til fisjonering |
| 12 | Modifisering av leiebetingelser |
| 13 | Andel resultat i ikke-konsoliderte felleskontrollerte virksomheter |
| 14-16 | Aksjebasert kompensasjon til ansatte |
| 17 | Restrukturering av gjeld |
| 18-20 | Urealisert gevinst på omsettelige verdipapirer, investeringer og derivater |
| 21 | Implementeringskostnader av ny programvare |
| 22 | “Dead deal” kostnader |
| 23 | El Conquistador sine resultater, renter og amortisering av utsatte lånekostnader, etter utnevning av mottaker |
| 24 | Selskapets andel av urealisert tap/gevinst fra diverse fond (verdipapirfond, AIM REHE/AQUA U.S) og ikke-konsoliderte virksomheter |
| 25 | Selskapets andel av “justert FFO” i ikke-konsoliderte selskaper og felleskontrollerte virksomheter |

Justering 1: Opphør av utstedelseskostnader grunnet innløsning av Serie E-preferanseaksjer

Analyse

Per 31. desember 2015 hadde Ashford Trust 4,6 millioner utestående aksjer av kumulative Serie E-preferanseaksje. Selskapet hadde rett til å innløse aksjene første gang 18. april 2016. Aksjene kunne likevel innløses ved visse omstendigheter som for å bevare kvalifiseringen som et REIT-selskap, eller ved endringer knyttet til styre og eierskap.

Ashford Trust innløste 9,00% av Serie-E preferanseaksjer til pari, \$25,0, og utstedte nye preferanseaksjer til kurs på \$24,125 med rente 7,375 %. Selskapet tapte da underkursen på \$0,875, men tjener likevel inn igjen på å utstede aksjer til en lavere rente. Utbyttene ble redusert fra \$2,25 til \$1,84375 som svarer til en forskjell på \$0,40.

I forbindelse med opphør av utstedelseskostnader knyttet til innløsning av Serie E-preferanseaksje pådro selskapet seg en kraftig underkurs tilsvarende \$6,124 millioner i tredje kvartal i 2016.

Vurdering

Justering 1 forekommer kun ett kvartal i 2016 og faller dermed under definisjonen som engangskostnad. Likevel er det ikke uventet at Ashford Trust vil innløse andre preferanseaksjer i kommende år.

Man anser aktiviteter rundt utstedelse og innløsning av preferanseaksjer som en del av den operasjonelle driften til Ashford Trust ettersom dette er en del av vanlig finansiering. Basert på dette vurderer man justering 1 som ikke-relevant i beregning av "justert FFO" og den bør følgelig være en del av det justerte resultatet.

Justering 2: Utbetalt utbytte på konvertible preferanseaksjer

Analyse

Analyse av regnskapene fra 2008 til 2016 viser at justering 2 har vært tilstede hvert kvartal fra 2008 frem til andre kvartal 2011, der det gjennomsnittlig har blitt justert for \$3,9 millioner per år. Justeringen omfatter en kostnad som sannsynligvis også har vært tilstede i tidligere år.

Per 31. desember 2009 hadde Ashford Trust 7,4 millioner utestående konvertible aksjer av aksjeklassen Serie B-1-preferanseaksje. I 2010 ble 200 000 av disse aksjene konvertert til ordinære aksjer med en bokført verdi på \$2,0 millioner. Serie B-1 er en spesialklasse av preferanseaksjer, som har fordelene knyttet til både preferanseaksjer og ordinære aksjer.

I prosessen med å konvertere disse aksjene ble Ashford Trust i 2010 tvunget til å utbetale kompensasjon til aksjonærene tilsvarende \$4,1 millioner. I 2011 konverterte selskapet de resterende aksjene tilsvarende en utbytteutbetaling på \$1,4 millioner.

Vurdering

Man anser kostnader knyttet til utstedelse og innløsning av preferanseaksjer som en del av operasjonell drift. Kostnader knyttet til konvertible preferanseaksjer regnes derimot som en del av finansiell drift. Justering 2 vurderes som relevant for beregning av "justert FFO" ettersom det er relevant å justere for finansielle aktiviteter.

Justering 3: Aksjebasert utbytte på Serie B-1-preferanseaksje

Analyse

Andre kvartal 2011 justerte Ashford Trust for et aksjeutbytte på \$17,4 millioner, grunnet opphør av Serie B-1-preferanseaksje.

Selskapet brukte \$73,0 millioner til å innløse 5,9 av totalt 7,3 millioner konvertible Serie B-1-preferanseaksjer tilsvarende en innløsningskurs på \$12,4656 per aksje. De resterende 1,4 millioner utestående aksjene ble konvertert til 1,4 millioner ordinære aksjer, som videre ble behandlet som et aksjebasert utbytte tilsvarende \$17,4 millioner til aksjonærene av Serie B-1-preferanseaksjer.

Vurdering

Også denne justeringen omfatter konvertible Serie B-1 preferanseaksje. Som nevnt i justering 2, regnes kostnader knyttet til konvertible preferanseaksjer som en del av finansiell drift. Kostnaden knyttet til justering 3 er dermed relevant å justere for i beregning av “justert FFO”.

Justering 4: Avskrivning av ikke-amortiserte lånekostnader og avslutningsavgifter

Analyse

Justering 4 inkluderer avskrivning av ikke-amortiserte lånekostnader forbundet med refinansiering av boliglån og eiendom, samt ikke-amortiserte lånekostnader forbundet med salg av eiendom. Posten inkluderer også diverse avslutningsavgifter som avgiften for å avslutte et lån før fastsatt dato.

Regnskapsposten har blitt justert for hvert år i perioden 2008 til 2016 og bidrar positivt til “justert FFO” i 90 prosent av tilfellene. Selskapet har gjennomsnittlig justert for \$5,2 millioner per år.

Vurdering

Ikke-amortiserte lånekostnader bør ikke justeres for i utregningen av “justert FFO” ettersom dette er en faktisk kostnad for selskapet. Man bør derfor vurdere alternative måter å behandle denne regnskapsposten på. Videre anser man også diverse avslutningsavgifter og innløsningsgebyr som gjentakende kostnader for selskapet, og det bør følgelig ikke justeres for.

Justering 5: Andre nedskrivninger

Analyse

Justering 5 er gjentatt alle år unntatt 2012. Ashford Trust har justert resultatet opp med en verdi lik \$199 millioner og ned med en verdi lik \$1,8 millioner i beregning av “justert FFO”.

Det finnes to typer nedskrivning knyttet til eiendom, vanlig avskrivning og nedskrivning utover det som kan skyldes forventet nedgang i verdi, hvor sistnevnte ofte er i forbindelse med salg av eiendom eller refinansiering av lån. Det er vanlig at et selskap utfører en nedskrivning dersom de står overfor et tap ved salg av eiendom. Som nevnt i delkapittel § 2.6 blir avskrivning av eiendom, ifølge GAAP, behandlet som en utgift. Dette kan virke misvisende ettersom verdien

til eiendommer sjelden synker, men heller bevares eller øker. På bakgrunn av dette skal man ifølge NAREIT sin definisjon av FFO justere for avskrivning og inntekt generert fra salg av eiendom (Block, 2011; Nareit, 2002).

Når Ashford Trust justerer for nedskrivning som følge av verdifall på eiendom omfatter dette både nedskrivning av fast eiendom, i tillegg til nedskrivning av lån. Som nevnt i delkapittel § 4.2 opererer Ashford Trust med lån uten konserngaranti. I tilfellene der Ashford Trust er låntaker og verdien på eiendommen synker har banken kun krav på verdien av eiendommen, slik at nedskrivning av lån føres som en gevinst for selskapet. Ved å operere på denne måten sikrer Ashford Trust seg mot å gå konkurs, da det alltid er långiver som står i fare for å gå i tap dersom man låner ut penger uten konserngaranti og eiendommen synker i verdi. Dette var derimot ikke tilfellet for Ashford Trust i andre kvartal 2009. Da var selskapet långiver og tapte \$140,3 millioner i forbindelse med et hotell som gikk konkurs.

Fra regnskapene til Ashford Trust ser man at frem til fjerde kvartal 2011 var alle nedskrivninger samlet i én regnskapspost kalt “nedskrivninger”. Denne regnskapsposten var ikke en del av beregningen av NAREIT FFO. Som nevnt i delkapittel § 2.7.1 modifiserte NAREIT i 2012 FFO til også å inkludere nedskrivninger av fast eiendom (Bechard, 2012). Det kan tenkes at dette er årsaken til at “nedskrivninger” ble delt i “nedskrivninger av fast eiendom” og “andre nedskrivninger” fra og med fjerde kvartal 2011. “Nedskrivninger av fast eiendom” var inkludert i NAREIT FFO, mens “andre nedskrivninger” ble ført som en del av selskapets “justert FFO”.

Ved å studere regnskapene til Ashford Trust ser man også ved flere anledninger at selskapet ikke er klar i sin definisjon på hva som er inkludert i “nedskrivning av fast eiendom” og “andre nedskrivninger”. Det eksisterer flere tilfeller hvor nedskrivninger forbundet med fast eiendom er ført under “andre nedskrivninger”, og motsatt.

Vurdering

Basert på analysen kan man se at justering 5 omfatter både nedskrivning av fast eiendom og nedskrivning av tilknyttede lån.

I følge NAREIT er det relevant å justere for avskrivning av fast eiendom og gevinst ved salg i beregning av FFO, og følgelig også for nedskrivning av eiendom og tilhørende lån grunnet ytterligere verdifall. Justeringen vurderes derfor som relevant.

Likevel, Ashford Trust bør være klar i sin definisjon om hva som inngår i de to postene som omfatter nedskrivning. En alternativ behandling av justeringen er at nedskrivning av lån bør inkluderes i regnskapsposten “andre nedskrivninger”, mens nedskrivning av fast eiendom kommer inn under regnskapsposten “nedskrivning av fast eiendom”.

Justering 6: Gevinst (uten kontanteffekt) på forsikringsoppgjør

Analyse

Det finnes lite informasjon for hvorfor Ashford Trust justerer for gevinst på forsikringsoppgjør uten kontanteffekt. Justering 6 er justert for i beregning av FFO i årene 2009, 2011 og 2012. Videre, i 2013, 2014 og 2016 er den justert for i “justert FFO”. Posten er ført som en gevinst i resultatregnskapet og trekkes følgelig fra i beregning av FFO og “justert FFO”.

Vurdering

Hendelsen har inntruffet i seks av ni år i perioden 2008 til 2016 og man kan dermed anta at kostnaden også vil forekomme i fremtidige år. På grunn av lite informasjon rundt denne hendelsen kan man ikke vurdere den som en relevant justering, og “gevinst på forsikringsoppgjør uten kontanteffekt” bør følgelig utgjøre en del av det justerte resultatet.

Justering 7: Andre inntekter/utgifter

Analyse

Justeringen 7 gjentas i 23 av 24 kvartal i perioden 2011 til 2016, og bidrar positivt til “justert FFO” i 52 prosent av tilfellene. Ashford Trust justerer gjennomsnittlig for \$11,0 millioner per år.

I resultatregnskapet for 2011 var regnskapsposten “andre inntekter” på \$109,5 millioner, hvor det ble justert for \$40,4 millioner i utregningen av “justert FFO”. Justeringen inkluderer blant annet gevinst fra søksmålsoppgjør, samt tap/gevinst på verdipapirer og derivater. I 2012 var “andre inntekter” i resultatregnskapet på \$31,7 millioner, hvor det ble justert for \$2,9 millioner. I løpet av 2013, 2014 og 2015 justerte selskapet henholdsvis for totalt \$1,8 millioner, \$6,6 millioner og \$9,5 millioner.

I 2016 ble det totalt justert for “andre utgifter” på \$4,5 millioner i beregning av “justert FFO”. Det ble justert for tap på \$3,3 millioner relatert til opphør av CMBX tranches, \$313 000 relatert til forfall av opsjoner på fremtidige kontrakter, \$150,000 som et resultat av avskrivning på en investering og \$872 000 relatert til CMBX premier og brukeravgifter.

Vurdering

Justering 7 er en ganske diffus regnskapspost, hvor innholdet varierer fra periode til periode og det er mye variasjon i hvor stor del av beløpet fra resultatregnskapet det justeres for.

Det kan likevel virke som om justeringen i stor grad omfatter tap/gevinst fra ulike finansielle investeringer, som rentederivater, tranches og verdipapirer. Dette anses som relevante kostnader å justere for, da det omfatter finansiell drift. Verdijustering av sikringsinstrumenter vil også være relevant å justere for. Kostnader forbundet med å utføre rentederivater, som renteswap, inngår derimot i operasjonell drift for selskapet og bør følgelig ikke justeres for.

Grunnet inkonsistent innhold i denne justeringen mellom perioder er det vanskelig å gjøre en vurdering om relevans for “andre inntekter/utgifter”. På den andre siden, ettersom informasjonen rundt justeringen peker i retning av at innholdet i stor grad omfatter finansiell aktivitet, vurderes den likevel som relevant å justere for i beregning av “justert FFO”, og bør følgelig ikke utgjøre en del av det operasjonelle resultatet.

Justering 8 og 9: Rettsavgjørelser og relaterte saksomkostninger

Analyse

Justering 8 og 9 diskuteres sammen, da de to postene overlapper hverandre og begge baserer seg på kostnader knyttet til rettsavgjørelser og relaterte saksomkostninger. Justeringene gjentas i 2011, 2012, 2014, 2015 og 2016. Ashford Trust har gjennomsnittlig justert for \$3,7 millioner per år.

I 2011 og 2012 ble Ashford Trust utsatt for saksomkostninger på henholdsvis \$6,9 millioner og \$2,3 millioner i forbindelse med et søksmålsoppgjør. Videre skyldes juridiske kostnader i perioden 2014 til 2016 uenigheter rundt en leieavtale mellom leietaker, Palm Beach Florida Hotel, og utleier, Office Building Limited Partnership, et datterselskap av Ashford Trust.

Søksmålet ble opprettet i 2008 som videre utviklet seg til en rettssak i 2014. Juryen kom frem til at leietaker hadde krav på \$10,8 millioner basert på utleier sitt brudd på leiekontrakten. De totale saksomkostningene for Ashford Trust endte på \$11,9 millioner i 2014. Ashford Trust valgte å anke dommen og rettsaken fortsatte i 2015. Dette resulterte i ytterligere saksomkostninger på \$95 000 og de totale kostnadene forbundet med rettssaken var da \$12,0 millioner. I 2016 ble flere dommer reversert og erstatningskravet til leietaker ble redusert fra \$10,8 millioner til \$8,8 millioner. Likevel endte juridiske kostnadene for 2016 på \$1,2 millioner og de totale kostnadene for Ashford Trust forbundet med rettssaken endte på \$13,8 millioner. Per desember 2016 vurderer selskapet å på nytt anke dommen.

Vurdering

Regnskapsrapportene og justeringer knyttet til rettsavgjørelser og relaterte saksomkostninger tyder på at Ashford Trust har vært, og fortsatt er, inkludert i ulike søksmål. Selv hevder selskapet at sannsynligheten for å pådra seg tap i slike søksmål varierer fra minimalt til mer sannsynlig. Selskapet informerer likevel om at det ikke er noen garanti for at de vinner søksmålene de er involvert i og dersom tapene overstiger dagens estimater for potensielle tap kan dette føre til vesentlige tap i fremtidige regnskapsperioder. Ashford Trust hevder også at eventuelle juridiske saksomkostninger ikke vil ha en vesentlig negativ effekt på konsernets konsoliderte finansielle stilling eller selskapets driftsresultat. Ashford Trust mener likevel at de har tilstrekkelige forsikringer på plass for å dekke slike tvister. Selskapet har dermed en “cover your ass”-taktikk der hensikten er å beskytte seg selv mot skyld dersom noe går galt.

Ettersom Ashford Trust har mange kontrakter med ulike partnere er det ikke uventet at tvister kan oppstå. Selv om selskapet hevder at de har forsikringer som skal dekke det meste av saksomkostninger, ser man ut fra regnskapsrapportene at selskapet har flere gjentakende juridiske kostnader utover hva som dekkes av forsikringene. Basert på dette bør saksomkostninger for Ashford Trust ikke justeres for, og det bør følgelig være en del av det faktiske resultatet.

Justering 10: Transaksjonskostnader, anskaffelseskostnader og kostnader relatert til endring

Analyse

Justering 10 gjentas i 19 av 36 kvartal og bidrar positivt i 89 prosent av tilfellene. Selskapet har gjennomsnittlig justert for \$3,6 millioner per år.

I 2010 utgjorde justeringen et positivt bidrag til “justert FFO” på \$7,0 millioner, hvorav \$1,4 millioner skyldtes transaksjonskostnader. I 2011 nedjusterte Ashford Trust resultatet med \$793 000, hvor mesteparten av disse kostnadene skyldtes oppkjøpet av 71,74 prosent i PIM Highland. I 2013 utgjorde justeringen \$1,7 millioner, hvor \$1,3 millioner var knyttet til transaksjonskostnader. Av disse var \$901 000 relatert til oppkjøpet av Pier House Resort. Videre ble transaksjonskostnadene redusert med \$699 000 fra 2013 til 2014, og skyldtes oppkjøp av to hoteller. I 2015 var justeringen på totalt \$8,9 millioner, hvorav \$6,3 millioner skyldtes transaksjonskostnader relatert til oppkjøp av resterende eierandel av PIM Highland, samt oppkjøp av 10 hotelleiendommer. Videre, i 2016 justerte selskapet for \$1,8 millioner, hvorav \$77 000 var transaksjonskostnader.

Vurdering

Ut fra analysen ser man at denne justeringen ofte er knyttet til transaksjonskostnader forbundet med oppkjøp av nye hotelleiendommer. Selskapet gir lite informasjon om hvor stor del av kostnaden som er forbundet med anskaffelse av nye eiendommer og kostnader relatert til endring.

Ifølge US GAAP skal kostnader forbundet med oppkjøp utgiftsføres det året kostnadene inntreffer. Flere selskaper mener likevel at denne type utgiftsføring ikke reflekterer den pågående operasjonen til selskapet og velger følgelig å justere for kostnadene (Host Hotels & Resorts, 2016; Sunstone Hotel Investors, 2016).

Ettersom kjøp og salg av eiendom utgjør en sentral del av Ashford Trust sin operasjonelle drift, kan man likevel anse aktiviteter knyttet til dette som relevante. Man finner det derfor ikke relevant å justere for transaksjonskostnader, anskaffelseskostnader og kostnader relatert til endring.

Justering 11: Transaksjonskostnader knyttet til fisjonering

Analyse

Ashford Trust justerte for transaksjonskostnader knyttet til fisjonering av Ashford Prime og Ashford Inc. i 2013, 2014 og 2015. Selskapet har gjennomsnittlig justert for \$6,3 millioner per år og justeringen gir et positivt bidrag i seks av syv kvartal.

Vurdering

Justering 11 vurderes som en engangshendelse basert på definisjonen gitt i delkapittel § 4.4.2. Utfisjonering anses ikke som en del av daglig drift til Ashford Trust, og kostnader forbundet med dette har følgelig ikke betydning for operasjonell ytelse for selskapet. For å oppnå et måltall som er periodisk sammenlignbart anser man dette som en relevant justering i utregningen av “justert FFO” og den bør følgelig ikke være en del av det justerte resultatet.

Justering 12: Modifisering av leiebetingelser

Analyse

Denne justeringen gjentas kun ett kvartal i 2013, og bidrar positivt til “justert FFO”. Det finnes ingen informasjon omkring justeringen i regnskapsrapportene til Ashford Trust.

Vurdering

Regnskapsrapportene til Ashford Trust inneholder lite informasjon rundt denne justeringen. Det kan likevel tenkes at modifisering av leiebetingelser er en engangskostnad for Ashford Trust som har lite betydning for selskapets operasjonelle drift. Justeringen anses derfor som relevant i beregningen av “justert FFO”, og den bør følgelig ikke være en del av det justerte resultatet.

Justering 13: Andel resultat i ikke-konsoliderte felleskontrollerte virksomheter

Analyse

Selskapet utfører justering 13 for å ekskludere andre parters andel av resultat i ikke-konsoliderte felleskontrollerte virksomheter slik at “justert FFO” kun inkluderer Ashford Trust sin andel av resultatet.

Justeringen gjentas i 2010 og 2011 og bidrar positivt til “justert FFO” i tre av fire kvartal. Fra og med fjerde kvartal 2011 er denne justeringen en del av NAREIT sin definisjon av FFO, og Ashford Trust har dermed ført justeringen som en del av NAREIT FFO i 2011, 2012 og 2013.

Vurdering

Ettersom man ønsker å komme frem til et resultat for Ashford Trust sine aksjeeiere vil det være relevant å justere for andel resultat i ikke-konsoliderte felleskontrollerte virksomheter. For å oppnå dette må man justere for andelen av resultatet som ikke tildeles Ashford Trust, og justeringen anses som relevant i beregning av “justert FFO”.

Justering 14-16: Aksjebasert kompensasjon til ansatte

Analyse

Ashford Trust justerer for aksjebasert kompensasjon kun i 2016 ved beregning av “justert FFO”. Sammenligner man med utregning av “justert EBITDA” ser man at selskapet har justert for aksjebasert kompensasjon i alle årene fra og med 2012 til og med 2016.

Justering 14 sees i sammenheng med justering 15, “Endring i kompensasjon relatert til modifiserte ansettelsesbetingelser”, og justering 16, “Utsatt kompensasjon forbundet med fisjonerings” da disse også omfatter kompensasjon. Ashford Trust betaler ut aksjer og aksjebasert kompensasjon til enkelte av sine ansatte og partnere. Aksjebasert kompensasjon regnskapsføres til virkelig verdi basert på børskursen ved slutten av en bestemt periode. Selskapet har kompensasjonsordninger som aksjebasert langtidsinsentivordning, prestasjonsbasert aksjeordning og aksjebasert ordning med gitte betingelser.

Ashford Trust gir ut aksjebasert kompensasjon til ansatte eller partnere for å hindre at de forlater selskapet. I 2016 delte Ashford Trust ut denne type kompensasjon til ansatte i Ashford LLC, som er et formelt datterselskap i konsernstrukturen, og til enkelte ansatte hos Remington Lodging. Selskapet delte også ut aksjebasert kompensasjon til direktørene i selskapet.

Justering 15 forekommer i 2012, 2013 og 2014, og omfatter en justering av aksjenes virkelige verdi relatert til modifiserte ansettelsesbetingelser. Justering 16 har kun blitt gjentatt fjerde kvartal i 2013. I forbindelse med fisjoneringsen av Ashford Prime pådro Ashford Trust seg

kostnader på \$4,3 millioner. Dette var grunnet endringer i en kompensasjonsplan som gjør det mulig for ansatte å utsette kompensasjon, for heller å plassere dette hos arbeidsgiver til senere utbetaling. Totalt inntreffer justering 14, 15 og 16 i ni kvartal, hvor det gjennomsnittlig justeres for \$2,5 millioner per kvartal.

Vurdering

Når man studerer resultatregnskapene til Ashford Trust ser man at selskapet deler ut kompensasjon til ansatte og partnere hvert år, men at dette kun har blitt justert for i 2016 ved beregning av "justert FFO".

Selv om aksjebasert kompensasjon ikke er en direkte utgift i form av kontanter er det likevel verdier som forlater selskapet. Anta at et selskap har en totalverdi på \$200,0 millioner og genererer \$20,0 millioner i årlig inntekt. Selskapet gir videre ut en kompensasjon på \$2,0 millioner. I stedet for å gi ut denne summen i form kontanter gir selskapet 1,0 prosent av selskapet i kompensasjon i form av aksjer til ansatte (1,0 prosent av \$200,0 millioner svarer til \$2,0 millioner). Dette medfører at selskapet genererer kun 99 prosent av \$20,0 millioner i årlig inntekt. Dersom selskapet fortsetter å gi ut kompensasjon i form av kapital vil selskapets eierandel avta over tid. Sagt med andre ord, dersom selskapet i stedet hadde utstedt opsjonene og aksjene med bindingstid til markedet og deretter brukt inntektene til å lønne ansatte ville selskapet ha behandlet dette som en kontantutgift.

Ettersom aksjebasert kompensasjon kan anses som verdier som forlater selskapet, vil det ikke være relevant å justere for denne utgiften i beregning av "justert FFO".

Justering 17: Restrukturering av gjeld

Analyse

Justering 17 finnes i fjerde kvartal 2011. Kostnaden forekom da Ashford Trust og Prudential Real Estate Investors (PREI), nåværende PGIM Real Estate, inngikk en avtale om å ta eierskap over den felleskontrollerte virksomheten PIM Highland, gjennom restrukturering av gjeld. Ashford Trust investerte \$150 millioner og PGIM investerte \$50 millioner. Dette førte til at Ashford Trust fikk en eierandel på 71,74 prosent i PIM Highland og PGIM fikk de resterende 28,26 prosent.

Vurdering

Hendelsen vurderes som en engangskostnad da den kun forekommer i ett kvartal. Oppkjøp og restrukturering av gjeld anses også som en finansiell aktivitet fordi selskapets størrelse øker omtrent tilsvarende som oppkjøpet.

For å oppnå et periodisk sammenlignbart måltall på den operasjonelle ytelsen til Ashford Trust og fordi justeringen omfatter finansiell aktivitet, vil det være relevant å justere for restrukturering av gjeld i utregning av “justert FFO”.

Justering 18-20: Urealisert gevinst på omsettelige verdipapirer, investeringer og derivater

Analyse

Justering 18, “urealisert tap/gevinst på omsettelige verdipapirer” gjentas 12 kvartal og bidrar positivt til “justert FFO” i 42 prosent av tilfellene. Justering 19, “urealisert tap/gevinst på investeringer”, gjentas i fem kvartal og bidrar positivt til “justert FFO” i 40 prosent av tilfellene og justering 20, “urealisert tap/gevinst på derivater” gjentas hvert kvartal og bidrar positivt i 69 prosent av tilfellene.

Urealisert tap/gevinst svarer til en økning eller reduksjon i verdien til en aksje som enda ikke har blitt solgt, altså et tap/gevinst som kun eksisterer på papiret og som kan bli byttet i kontanter ved salg. Det er derfor vanlig å referere til en urealisert gevinst som papirgevinst eller papirpenger.

Urealisert tap/gevinst på omsettelige verdipapirer og investeringer skyldes endringer i avsluttende markedspriser fra det foregående året til inneværende år. Urealisert tap/gevinst på derivater har sammenheng med markedsverdien av blant annet rentegulv og rentederivater, der markedsverdien i hovedsak er basert på endringer i LIBOR-renten. LIBOR-renten er den daglige referanserenten som fastsettes av British Bankers’ Association på bakgrunn av kvoteringer fra de mest aktive bankene i pengemarkedet (Duffie & Stein, 2015). Videre har markedsverdien til Credit Default Swaps (CDS), som er en type kredittderivat, sammenheng med verdiendring på CMBX-indekser.

Vurdering

Det justeres for urealisert tap/gevinst på verdipapirer, derivater og investeringer da dette anses som tap/gevinst som enda ikke er realisert. Selv om gevinsten i verdipapirene og derivatene eksisterer, og Ashford Trust kan selge aksjene til enhver tid, kan ikke gevinsten realiseres før investor selger aksjene og dermed får sin fortjeneste. Videre, ettersom urealisert gevinst ikke sier noe om nåværende kontantstrøm, men fremtidig ved salg, vil det være relevant for Ashford Trust å justere for dette i beregningen av “justert FFO”. I tillegg er urealisert tap/gevinst en del av finansiell drift, og bør derfor justeres for.

Justering 21: Implementeringskostnader av ny programvare

Analyse

Ashford Trust justerte for implementeringskostnader av ny programvare i 2014. Justeringen gjentas kun i 2014 og bidrar positivt til “justert FFO”. Rapportene inneholder ikke ytterligere informasjon rundt kostnaden, heller ikke hvorfor det justeres for.

Vurdering

Hendelsen kan defineres som en engangshendelse ettersom den ikke har inntruffet de to foregående årene, og det forventes ikke at hendelsen vil inntreffe de to følgende årene. Grunnet lite informasjon rundt justeringen er det likevel vanskelig å gjøre en vurdering av relevans. Implementering av ny programvare kan imidlertid regnes som en del av operasjonell drift da programvaren aktiveres og avskrives. Justeringen vurderes derfor som ikke-relevant og den bør følgelig være en del av det justerte resultatet.

Justering 22: “Dead deal” kostnader

Analyse

“Deal deal” kostnader oppstår grunnet forhandlinger der avtalen aldri realiseres og utføres. Ashford Trust justerer for “dead deal” kostnader i årene 2012, 2015 og 2016, der det gjennomsnittlig har blitt justert for \$678 000 per år.

Vurdering

I regnskapsrapportene finner man ingen begrunnelse for hvorfor selskapet justerer for forhandlinger som ikke realiseres. Ettersom Ashford Trust sin operasjonelle drift i stor grad bygger på forhandlinger og avtaler knyttet til kjøp og salg av eiendom, bør kostnader omkring dette regnes med i det faktiske resultatet til selskapet. Det vil også være rimelig å anta at ikke alle forhandlingene gjennomføres og at “dead deal” kostnader er å forvente fra tid til annen. Basert på dette bør det ikke justeres for “dead deal” kostnader i utregning av “justert FFO”.

Justering 23: El Conquistador sine resultater, renter og amortisering av utsatte lånekostnader, etter utnevning av mottaker

Analyse

Justering 23 gjentas to kvartal i 2012 og bidrar positivt til “justert FFO”. Ashford Trust har totalt justert for \$2,1 millioner forbundet med Hilton El Conquistador.

I løpet av andre kvartal 2012 ble det bestemt at Hilton El Conquistador ikke lenger skulle være en del av den langsiktige porteføljen til Ashford Trust. Kontantstrømmen fra den operasjonelle driften var ikke lenger forventet å dekke kapital og renter knyttet til gjeld, og selskapet opphørte nedbetaling av gjeld 31. juli 2012. Dette medførte at Ashford Trust ble tvunget til å legge hotellet ut for salg, hvor det kom frem at den bokførte verdien av eiendommen ikke lenger var gjenvinnbar. Den 15. august 2012 inngikk Ashford Trust en avtale om tvangssalg med deres långiver, der høyesterett i Arizona utnevnte en mottaker som skulle ta full kontroll over hotellet. Hotellet ble tvangssolgt desember 2012.

Vurdering

Ashford Trust justerer for driftsresultatet til Hilton El Conquistador fra perioden der selskapet frasier seg lånet frem til hotellet er tvangssolgt. Ettersom selskapet fra august 2012 sa fra seg alt ansvar, inkludert fremtidig resultat i Hilton El Conquistador, vil dette være en relevant justering i beregning av “justert FFO”.

Justering 24: Selskapets andel av urealisert tap/gevinst fra diverse fond (verdipapirfond, AIM REHE/AQUA U.S.) og ikke-konsoliderte virksomheter

Analyse

Ashford Trust justerer for urealisert tap/gevinst fra diverse fond og ikke-konsoliderte virksomheter ettersom dette er tap/gevinst som enda ikke er solgt og realisert. Justeringen gjentas i 2015 og 2016, hvor Ashford Trust gjennomsnittlig har justert for \$3,6 millioner per år.

Vurdering

Justering 24 vurderes likt som justering 18-20 ettersom urealisert tap/gevinst antas å ikke ha betydning for nåværende kontantstrøm, men fremtidig kontantstrøm som realiseres ved salg. Justeringen vurderes derfor som relevant i beregningen av “justert FFO”.

Justering 25: Selskapets andel av “justert FFO” i ikke-konsoliderte selskaper og felleskontrollerte virksomheter

Analyse

Regnskapsrapportene til Ashford Trust viser at justering 25 forekommer hvert år fra 2011 til 2016.

Vurdering

Ashford Trust utfører tilsvarende justeringer på resultatene til selskaper hvor de har en eierandel, for videre å inkludere dette i deres eget justerte resultat. Det er relevant å legge til selskapets andel av “justert FFO” i ikke-konsoliderte selskaper og felleskontrollerte virksomheter.

Oppsummeringer

Basert på analysen og vurderingen har man dermed kommet frem til følgende ikke-relevante justering, som bør være en del av det faktiske resultatet til selskapet:

- Justering 1: Opphør av utstedelseskostnader grunnet innløsning av Serie E-preferanseaksjer
- Justering 4: Avskrivning av ikke-amortiserte lånekostnader og avslutningsavgifter
- Justering 6: Gevinst (uten kontanteffekt) på forsikringsoppgjør
- Justering 8-9: Rettsavgjørelser og relaterte saksomkostninger
- Justering 10: Transaksjonskostnader, anskaffelseskostnader og kostnader relatert til endring
- Justering 14-16: Aksjebasert kompensasjon
- Justering 21: Implementering av ny programvare
- Justering 22: “Dead deal” kostnader

Videre vil det være behov for å se effekten av å reversere de ikke-relevante justeringene, for videre å evaluere hvordan dette påvirker “justert FFO” som et bilde på selskapets operasjonelle ytelse, samt oppfatning av selskapets verdiskapning.

5. Analyse Del 2: Alternativ behandling av ikke-relevante justeringer

I det følgende delkapittelet vil alternative behandlingsmetoder til ikke-relevante justeringer bli presentert og vurdert. Man vil altså utarbeide alternative måltall til Ashford Trust sin opprinnelige “justert FFO”, som er basert på vurderingene gjort i delkapittel § 4.4.3. Hensikten med dette er å se effekten av å reversere justeringene, for videre å evaluere hvordan dette påvirker bildet på selskapets operasjonelle ytelse og verdiskapning.

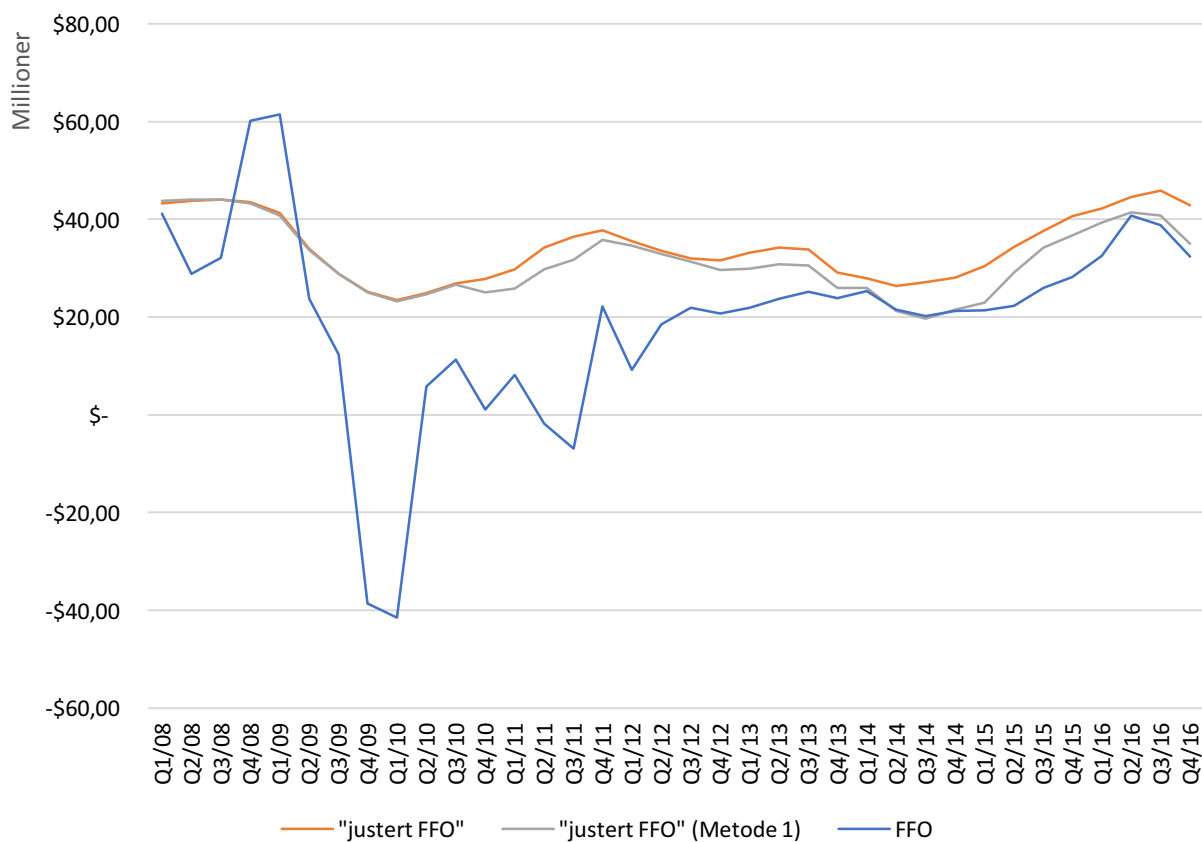
For å utelukke årlige sykluser samt for å bedre kunne sammenligne metodene, har glidende verdier blitt benyttet i grafene. Det er viktig å poengtere at de alternative behandlingsmetodene er utarbeidet for Ashford Trust og ikke nødvendigvis appellerer til andre selskaper.

5.1 Behandlingsmetode 1 - Legge tilbake ikke-relevante justeringer

En alternativ behandlingsmetode for selskapets evaluering av justeringene går ut på å regelrett følge definisjonen gitt i delkapittel § 4.4.2. For å se effekten av denne metoden, har justeringer som har blitt vurdert som ikke-relevant blitt reversert ved å legge dem tilbake til “justert FFO”.

Figur 13 viser grafen til opprinnelig “justert FFO” og alternativ “justert FFO” (Metode 1), hvor alternativ “justert FFO” gir et lavere resultat enn opprinnelig “justert FFO” i 92 prosent av tilfellene. Man kan se at frem til fjerde kvartal 2010 er grafene i stor grad sammenfallende, grunnet få og relevante justeringer utført i tidligere år. Figuren viser også at differansen mellom opprinnelig “justert FFO” og “justert FFO” (Metode 1) øker med årene, noe som tyder på at selskapet har hatt en økende bruk av ikke-relevante justeringer i de senere år.

Selv om man har reversert flere av selskapets justeringer ser man at det alternative måltallet, på lik linje med opprinnelig “justert FFO”, gir en relativt jevn graf i den studerte perioden.



Figur 13. FFO, opprinnelig “justert FFO” og “justert FFO” (Metode 1) i perioden 2008 til 2016.

5.2 Behandlingsmetode 2: “Glatte-metoden” med fast avskrivningsperiode

En alternativ behandlingsmetode vil være å ta utgangspunkt i definisjonen fra delkapittel §4.4.2, men i stedet for å reversere ikke-relevante justeringer i en engang kan selskapet reversere justeringen ved å fordele kostnadene over en gitt periode. Det er sentralt at “justert FFO”, som et mål på operasjonell ytelse, kan sammenlignes på tvers av perioder. Formålet med denne metoden er derfor å oppnå dette i større grad enn Metode 1.

For å bedre forstå prinsippet bak behandlingsmetode 2 kan man illustrere med følgende eksempel; anta at et selskap pådrar seg ikke-amortiserte lånekostnader på \$10,0 millioner. Selskapet mener opprinnelig at dette er en kostnad man bør justere for, da hendelsen sjelden inntreffer og de ønsker å oppnå et sammenlignbart resultat. Dersom de i stedet for å justere for kostnaden i en engang fordeler kostnaden over en 5-års periode, kan selskapet skrive av \$0,5 millioner hvert kvartal over 20 kvartal. Anta videre at to kvartal senere oppstår det en ny tilsvarende kostnad på \$2,0 millioner. Det er da 18 kvartal igjen av avskrivningsperioden og selskapet har \$9,0 millioner igjen å avskrive av kostnaden på \$10,0 millioner. Selskapet kan da øke totalbeløpet til \$11,0 millioner og tilsvarende øke avskrivningsperioden til fem år. Dette vil gi en jevnhet i regnskapet som gjør det sammenlignbart over perioder og selskapet unngår følgelig å justere for hendelsen.

For å utføre glatte-metoden har det blitt utarbeidet en formel for avskrivningsbeløpet gitt i kvartal i ;

$$AB_i = \frac{RV_{i-1} + AK_i}{AP} \quad 4.1$$

$$RV_i = RV_{i-1} + AK_i - AB_i \quad 4.2$$

Hvor:

AB – Avskrivningsbeløp

RV – Restverdi

AK – Avskrivningskostnad

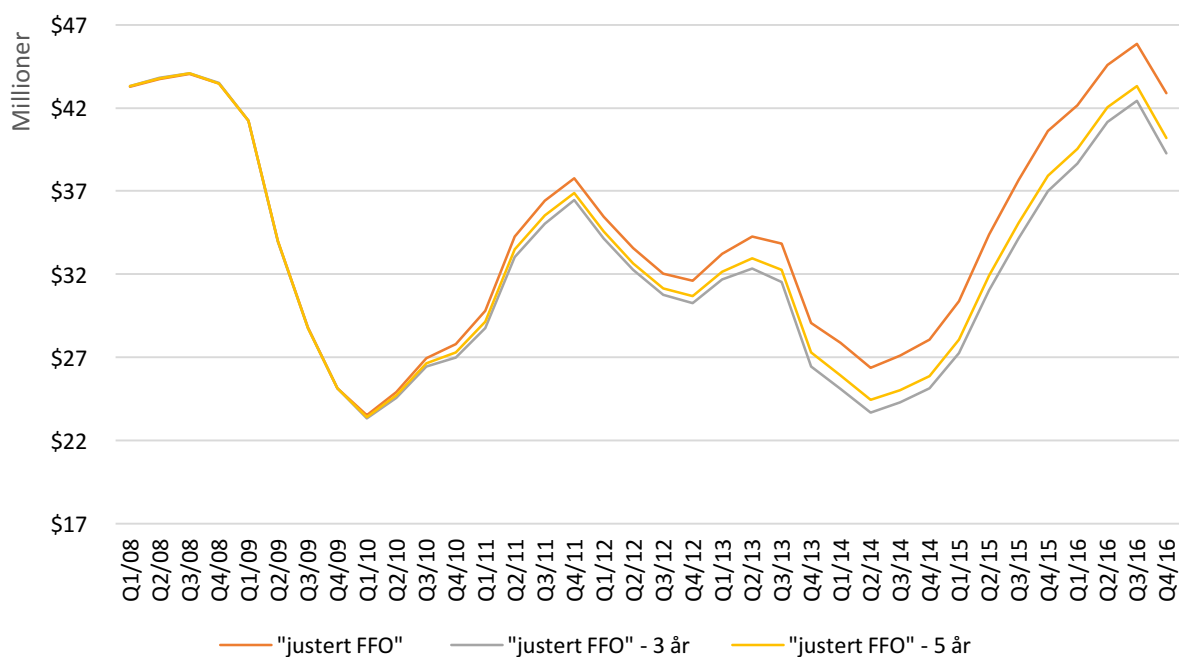
AP – Avskrivningsperiode

Behandlingsmetode 2 har blitt simulert med avskrivningsperiode på 3 og 5 år. Man har tatt utgangspunkt i Ashford Trust sin “justert FFO”, og det ble satt opp et alternativt regnskap der man reverserte ikke-relevante justeringer ved å glatte ut hendelsene over gitte perioder. Det totale beløpet å avskrive ble kontinuerlig summert opp og fordelt ut over avskrivningsperioden på 3 eller 5 år. Et eksempel fra Metode 2 med avskrivningsperiode på 5 år er illustrert i Tabell 4, fullstendig utregning for denne metoden er vist i Tabell C.1 og C.2 i Vedlegg C.

Tabell 4. Eksempel på behandlingsmetode 2 - 5 års avskrivningsperiode (tall i \$1000).

| Kvartal | Q4/10 | Q1/11 | Q2/11 | Q3/11 | Q4/11 | Q1/12 | Q2/12 | Q3/12 | Q4/12 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Avskrivningskostnad justering 10 | -7001 | 1 223 | -406 | -27 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 300 | -326 |
| Avskrivningsbeløp justering 10 | -350 | -271 | -278 | -265 | -252 | -252 | -252 | -252 | -252 | -252 | -242 | -246 |
| Restverdi etter gitt kvartal | -6651 | -5157 | -5284 | -5046 | -4792 | -4539 | -4287 | -4035 | -3783 | -3531 | -4589 | -4669 |

Figur 14 viser Ashford Trust sin opprinnelige “justert FFO” i forhold til “justert FFO” (Metode 2) med 3- og 5 års avskrivningsperiode. Man kan se at ved å bruke “glatte-metoden” oppnår man et jevnt resultat som er lavere enn opprinnelig “justert FFO”. Man oppnår størst differanse mellom opprinnelig “justert FFO” og alternativ “justert FFO” med en avskrivningsperiode på 3 år, noe som er naturlig ettersom kostnadene her fordeles over en kortere periode.



Figur 14. Opprinnelig “justert FFO” og “justert FFO” – 5 og 3 års avskrivningsperiode (Metode 2).

5.3 Behandlingsmetode 3: “Glatte-metoden” med tilpasset avskrivningsperiode

Behandlingsmetode 3 bygger videre på Metode 2, der man i stedet for å benytte en bestemt avskrivningsperiode har benyttet varierende avskrivningsperiode avhengig av størrelsen på akkumulert avskrivningskostnad. Hensikten med metoden er at beløpet som glattes skal bli mer balansert på tvers av perioder, sammenlignet med Metode 1 og 2. Formel for akkumulert avskrivningskostnad for kvartal i er som følger:

$$\text{Akkumulert } AK_i = RV_{i-1} + AK_i \quad 4.3$$

De ulike intervallene og tilhørende avskrivningsperiode er gitt i Tabell 5.

Tabell 5. Intervall for akkumulert avskrivningskostnad og tilhørende avskrivningsperiode.

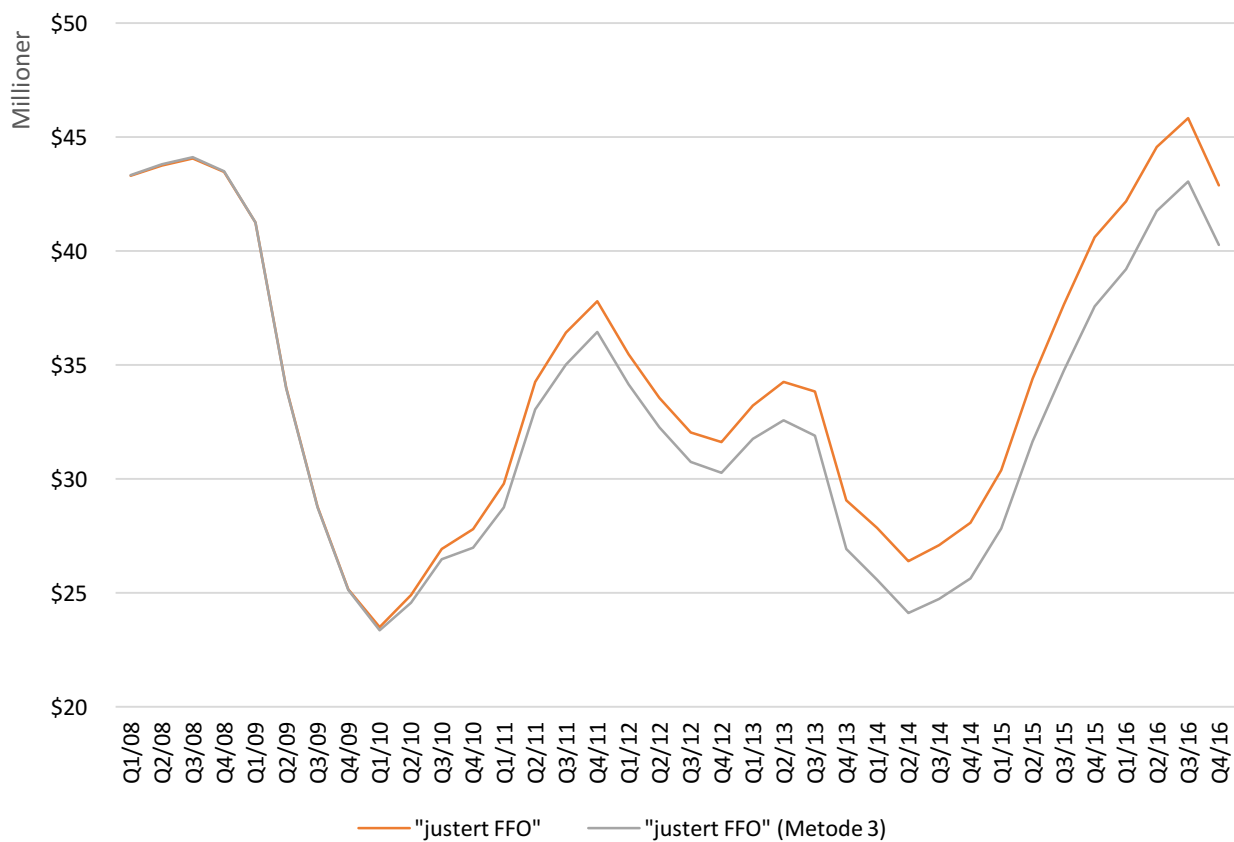
| Intervall (absoluttverdi i \$1000) | Avskrivningsperiode |
|------------------------------------|---------------------|
| [0 - 8000) | 3 år |
| [8 000 - 20 000) | 5 år |
| [20 000 - uendelig) | 10 år |

Tabell 6 demonstrerer prinsippet bak behandlingsmetode 3, hvor det er størrelsen på akkumulert avskrivningsbeløp som avgjør om avskrivningsperioden er 3, 5 eller 10 år. Fullstendig utregning for Metode 3 er vist i Tabell C.3 i Vedlegg C.

Tabell 6. Eksempel på behandlingsmetode 3 (tall i \$1000).

| Kvartal | Q4/10 | Q1/11 | Q2/11 | Q3/11 | Q4/12 | Q1/12 | Q2/12 | Q3/12 | Q4/13 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Akkumulert avskrivningskostnad | 7001 | 5195 | 5168 | 4764 | 4365 | 4001 | 3638 | 3274 | 2910 | 2546 | 3483 | 3518 |
| Avskrivningskostnad justering 10 | -7001 | 1223 | -406 | -27 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1300 | -326 |
| Avskrivningsbeløp justering 10 | 583 | 433 | 431 | 397 | 364 | 364 | 364 | 364 | 364 | 364 | 290 | 293 |
| Restverdi etter gitt kvartal | 6418 | 4762 | 4737 | 4367 | 4001 | 3638 | 3274 | 2910 | 2546 | 2183 | 3192 | 3225 |

Figur 15 illustrerer resultatet av behandlingsmetode 3. Også denne metoden gir en lavere “justert FFO” sammenlignet med opprinnelig “justert FFO”.



Figur 15. Opprinnelig "justert FFO" og "justert FFO" (Metode 3).

5.4 Samlet vurdering av alternative behandlingsmetoder

Tabell 7 viser FFO, opprinnelig "justert FFO", samt alternativ "justert FFO" etter å ha anvendt behandlingsmetode 1, 2 og 3.

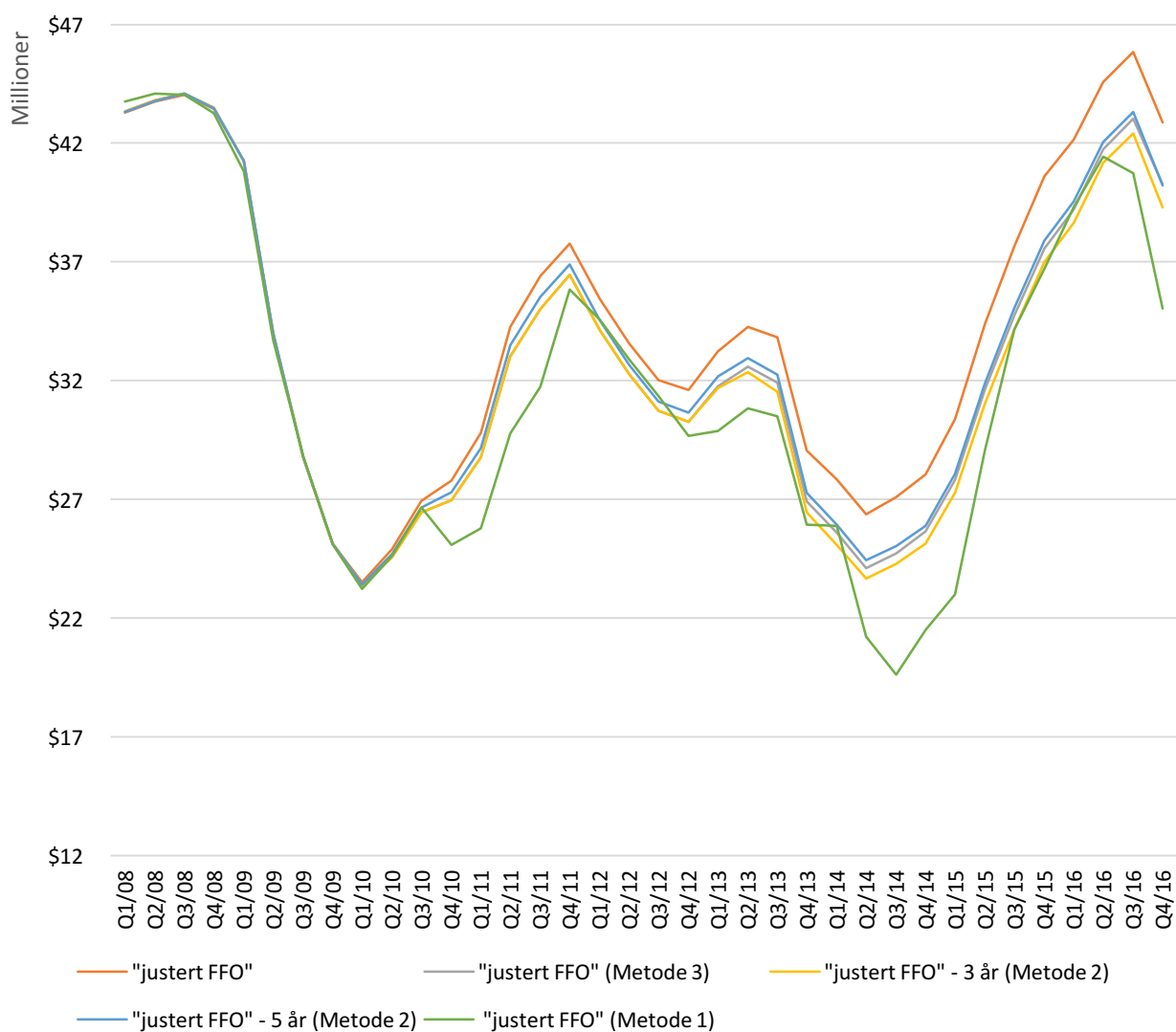
Tabell 7. FFO, "justert FFO" og alternativ "justert FFO" per kvartal i perioden 2008 til 2016 (i \$1000).

| Kvartal | Q1/08 | Q2/08 | Q3/08 | Q4/08 | Q1/09 | Q2/09 | Q3/09 | Q4/09 | Q1/10 | Q2/10 | Q3/10 | Q4/10 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| FFO | 44207 | -319 | 45835 | 151139 | 48951 | -150879 | 20 | -52506 | 37347 | 38353 | 22177 | -93826 |
| "justert FFO" | 39860 | 57198 | 36225 | 40533 | 31031 | 28214 | 15354 | 25999 | 24481 | 33742 | 23532 | 29462 |
| "justert FFO" (Metode 1) | 41722 | 56683 | 34871 | 39744 | 31961 | 28214 | 15354 | 24888 | 24481 | 33742 | 23532 | 18568 |
| "justert FFO" - 5 år (Metode 2) | 39953 | 57261 | 36217 | 40486 | 31033 | 28216 | 15356 | 25945 | 24152 | 33358 | 23148 | 28544 |
| "justert FFO" - 3 år (Metode 2) | 40015 | 57297 | 36203 | 40447 | 31030 | 28213 | 15353 | 25906 | 23929 | 33114 | 22904 | 27957 |
| "justert FFO" (Metode 3) | 40015 | 57297 | 36203 | 40447 | 31030 | 28213 | 15353 | 25906 | 23929 | 33114 | 22904 | 27957 |
| | | | | | | | | | | | | |
| Kvartal | Q1/11 | Q2/11 | Q3/11 | Q4/11 | Q1/12 | Q2/12 | Q3/12 | Q4/12 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 | Q4/13 |
| FFO | 65694 | -1446 | 1627 | 22969 | 13578 | 35847 | 15248 | 18215 | 18105 | 43168 | 21120 | 12888 |
| "justert FFO" | 32476 | 51557 | 32161 | 34930 | 23176 | 43985 | 26030 | 33262 | 29614 | 48147 | 24281 | 14208 |
| "justert FFO" (Metode 1) | 27251 | 49776 | 31405 | 34932 | 22185 | 43029 | 25275 | 28248 | 22965 | 46847 | 23955 | 10007 |
| "justert FFO" - 5 år (Metode 2) | 31601 | 50668 | 31255 | 34054 | 22250 | 43087 | 25132 | 32199 | 28243 | 46246 | 22369 | 12272 |
| "justert FFO" - 3 år (Metode 2) | 31075 | 50214 | 30840 | 33682 | 21845 | 42704 | 24749 | 31741 | 27597 | 45303 | 21452 | 11502 |
| "justert FFO" (Metode 3) | 31075 | 50214 | 30840 | 33682 | 21845 | 42704 | 24749 | 31741 | 27878 | 45945 | 22069 | 11767 |
| | | | | | | | | | | | | |
| Kvartal | Q1/14 | Q2/14 | Q3/14 | Q4/14 | Q1/15 | Q2/15 | Q3/15 | Q4/15 | Q1/16 | Q2/16 | Q3/16 | Q4/16 |
| FFO | 23981 | 27778 | 15953 | 17380 | 24575 | 30984 | 30951 | 26331 | 41988 | 63560 | 23546 | 438 |
| "justert FFO" | 24792 | 42269 | 27160 | 18030 | 34005 | 58371 | 40231 | 29793 | 40248 | 68009 | 45283 | 17979 |
| "justert FFO" (Metode 1) | 22764 | 28128 | 17605 | 17557 | 28660 | 52490 | 37925 | 27787 | 39025 | 60971 | 35171 | 4965 |
| "justert FFO" - 5 år (Metode 2) | 22829 | 40275 | 24780 | 15681 | 31528 | 55633 | 37424 | 27054 | 38084 | 65620 | 42481 | 14655 |
| "justert FFO" - 3 år (Metode 2) | 22107 | 39639 | 23917 | 14848 | 30708 | 54651 | 36422 | 26197 | 37317 | 64763 | 41395 | 13658 |
| "justert FFO" (Metode 3) | 22577 | 40039 | 24532 | 15435 | 31301 | 55247 | 37059 | 26647 | 37867 | 65424 | 42188 | 15573 |

Resultatene i tabellen over er også fremstilt i Figur 16, med glidende verdier, for å sammenligne effekten av de ulike behandlingsmetodene.

Man ser at Metode 2 og 3, som begge glatter ut regnskapspostene, gir et jevnere resultat enn Metode 1. Grafen til "justert FFO" fra Metode 3 faller mellom grafene til "justert FFO" fra Metode 2, og gir dermed et mer sammenlignbart måltall, sammenlignet med Metode 2.

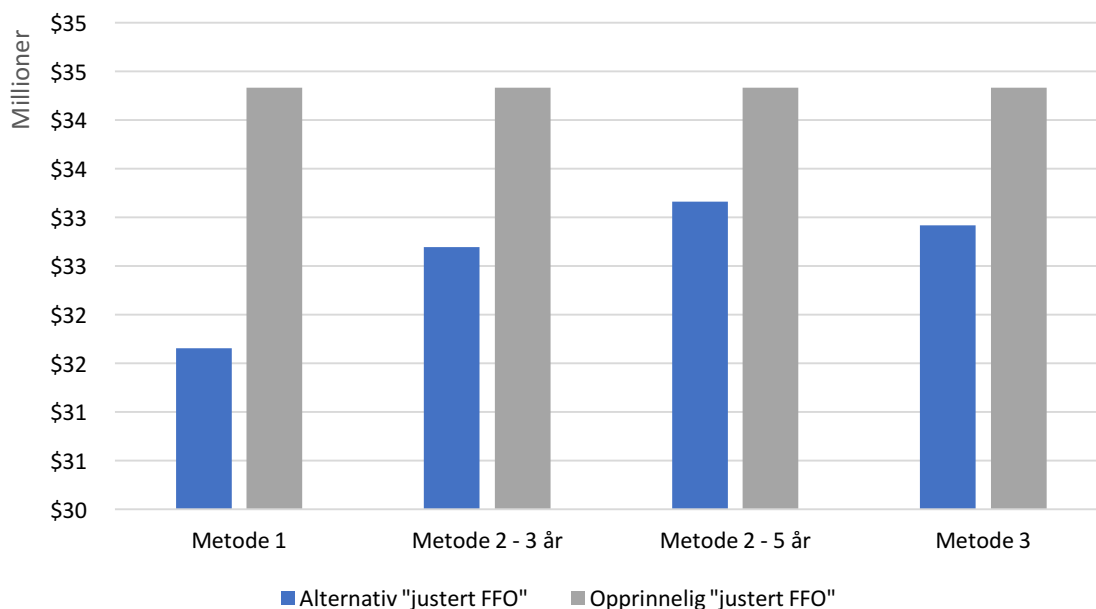
Sammenligner man de tre behandlingsmetodene med opprinnelig "justert FFO" ser man at alle de alternative metodene jevnt over gir et lavere resultat enn det opprinnelige justerte resultatet til Ashford Trust.



Figur 16. Sammenligning av Metode 1, Metode 2 og Metode 3 i perioden 2008 til 2016.

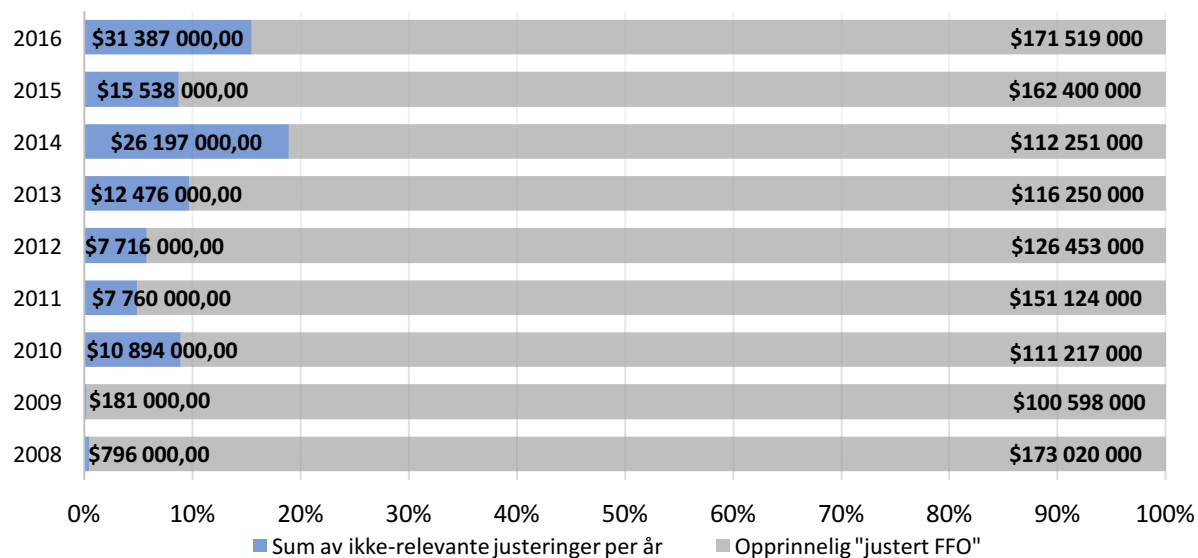
Figur 17 illustrerer gjennomsnittlige verdier per kvartal for opprinnelig "justert FFO" og alternativ "justert FFO", for Metode 1, 2 og 3. Gjennomsnittlig differanse per kvartal mellom opprinnelig "justert FFO" og alternativ "justert FFO" for Metode 1, 2 (3 års og 5 års avskrivningsperiode), og 3 er henholdsvis \$2,68 millioner, \$1,64 millioner, \$1,17 og \$1,41 millioner.

Det er tydelig at Metode 1 gir et måltall som spriker mest fra opprinnelig "justert FFO", og viser i hvor stor grad selskapet fremstiller et høyere resultat, og mål på operasjonell ytelse, enn hva som faktisk er tilfellet.



Figur 17. Gjennomsnittlige verdier for opprinnelig "justert FFO" sammenlignet med alternative behandlingsmetoder per kvartal i perioden 2008 til 2016.

Figur 18 viser hvor mye de ikke-relevante justeringene, altså “overjustert” resultat, utgjør av opprinnelig “justert FFO” per år i perioden 2008 til 2016. Man kan se en økende trend, hvor selskapets ikke-relevante justeringer har økt fra å utgjøre 9,8 prosent av det justerte resultatet i 2010, til 18,3 prosent i 2016.



Figur 18. Sum av ikke-relevante justeringer i resultat i forhold til opprinnelig “justert FFO” i perioden 2008 til 2016.

6. Analyse Del 3: Ashford Trust sin handel med egne aksjer

I tillegg til operasjonell drift driver også Ashford Trust aktivt med finansielle aktiviteter som egenhandel med aksjer, altså emisjon og tilbakekjøp av egne aksjer. Her skaper selskapet verdi som ikke kommer frem i resultatet, men heller i balansen som endring i egenkapital. I det følgende vil Ashford Trust sin handel av ordinære aksjer i perioden 2006 til 2016 bli presentert for å demonstrere verdiskapning gjennom finansielle aktiviteter.

Selskapet driver også handel med egne preferanseaksjer, men man har valgt å kun ta for seg ordinære aksjer for å demonstrere prinsippet bak verdiskapning gjennom denne type kapitalallokering.

6.1 Emisjon og tilbakekjøp av ordinære aksjer

I 2006 og 2007 utførte Ashford Trust to offentlige emisjoner på henholdsvis 13,0 og 42,5 millioner ordinære aksjer. Netto fortjeneste generert fra emisjonene ble benyttet til å betale ned utestående balanse av selskapets revolverende kreditt, samt nedbetaling av lån med flytende rente.

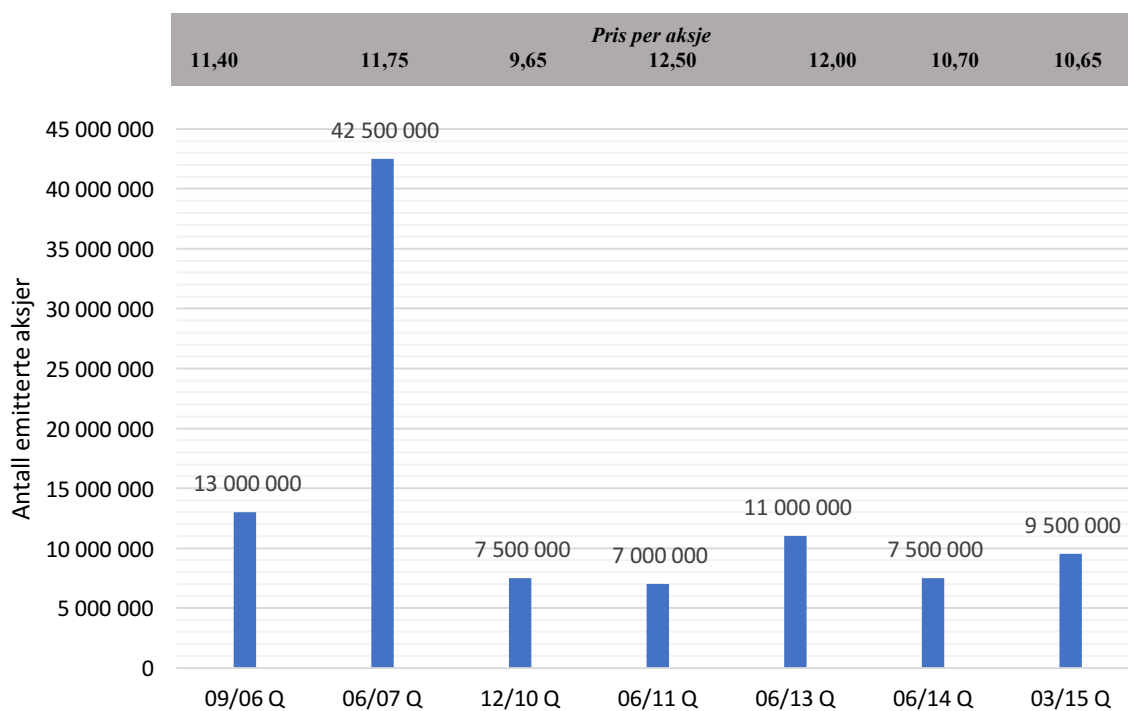
I fjerde kvartal 2007 annonserte styret i Ashford Trust at selskapet, via et tilbakekjøpsprogram, skulle kjøpe tilbake egne aksjer i det åpne markedet fra tid til annen. Det ble fastslått at i løpet av 2007 og 2008 skulle selskapet utføre tilbakekjøp tilsvarende en verdi lik \$125,0 millioner. I løpet av januar 2009 godkjente styret en ytterligere økning av tilbakekjøpsprogrammet på \$200,0 millioner, hvor planen inkluderte a) tilbakekjøp av ordinære aksjer, Serie A-preferanseaksjer, Serie B-1 preferanseaksjer og Serie D-preferanseaksjer, og/eller b) forskuddsbetaling av utestående gjeldsobligasjoner. I februar 2010 ble tilbakekjøpsprogrammet ytterligere utvidet til å omfatte potensielt tilbakekjøp av enheter i selskapets driftspartnerskap. Tilbakekjøpsprogrammet opphørte juni 2010.

I desember 2010 og juli 2011 utstedte selskapet henholdsvis 7,5 og 7,0 millioner av deres egne ordinære aksjer. Netto fortjeneste ble benyttet til å tilbakebetale utestående balanse, samt for å utføre investeringer.

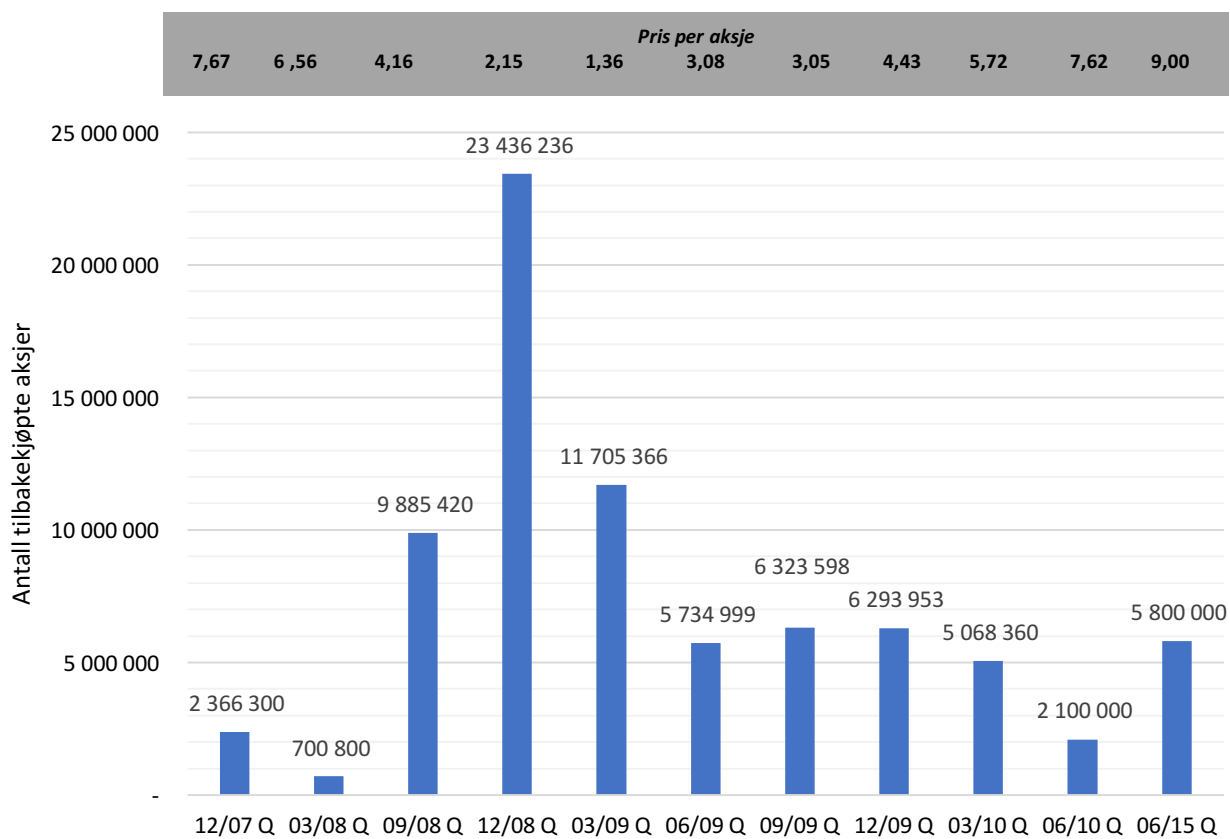
Videre, i tredje kvartal 2011 annonserte styret i Ashford Trust at tilbakekjøpsprogrammet fra 2007 skulle gjenopprettes. Det ble fastslått en økning av tilbakekjøpsplanen fra de resterende \$58,4 millionene til \$200,0 millioner. Styret ga fullmakt til at selskapet kunne a) tilbakekjøpe ordinære aksjer, Serie A-preferanseaksjer, Serie D-preferanseaksjer og Serie E-preferanseaksjer, og/eller b) diskontert kjøp av utestående gjeldsobligasjoner.

I 2013, 2014 og 2015 utførte selskapet på ny offentlige emisjoner på henholdsvis 11,0, 7,5 og 9,5 millioner ordinære aksjer. I 2015 inngikk også Ashford Trust forhandlinger med en ikke-tilknyttet tredjepart angående tilbakekjøp i henhold til en salgavtale mellom selskapet, Ashford Inc. og Ashford Prime. Handelen omfattet tilbakekjøp og avslutting av omtrent 5,8 millioner ordinære aksjer.

Figur 19 og 20 viser selskapets emitterte aksjer (inkludert tilbakesalg av egne aksjer), og tilbakekjøpte ordinære aksjer med tilhørende aksjekurs, for perioden 2006 til 2016. Ettersom selskapet har drevet med kontinuerlig tilbakekjøp over gitte perioder, er verdiene som vises i Figur 20 samlet tilbakekjøp per kvartal med tilhørende gjennomsnittlig aksjekurs.



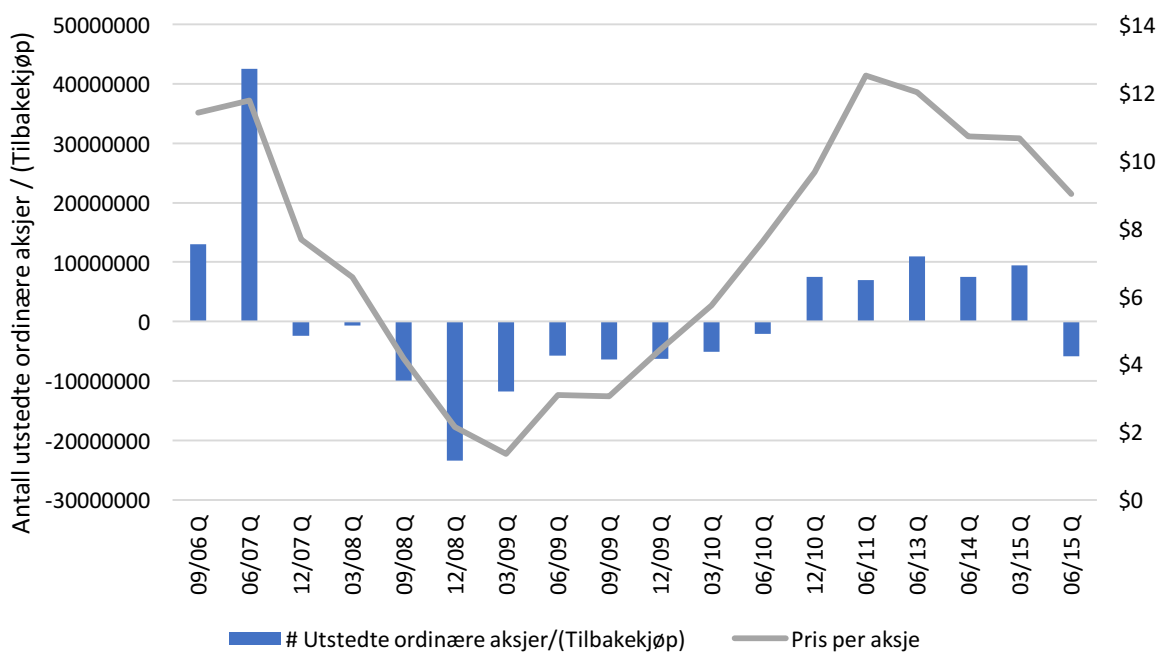
Figur 19. Antall emitterte aksjer og tilhørende aksjekurs i perioden 2006 til 2016.



Figur 20. Antall tilbakekjøpte aksjer og tilhørende aksjekurs i perioden 2006 til 2016.

Figur 21 viser antall emitterte og tilbakekjøpte aksjer sett i sammenheng med aksjekurs, i perioden 2006 til 2016. Sammenligner man aksjekursen med aktiviteten rundt tilbakekjøp og emisjon, ser man at selskapet har kjøpt tilbake et høyt antall aksjer i perioder da aksjekursen var svært svak, og emitterte i perioder da aksjekursen var sterk.

Det er også verdt å merke seg at aksjer som har blitt emittert før en utfisjoning er mer lukrative enn aksjer emittert etter en utfisjoning. Tilbakekjøpene selskapet gjorde i perioden 2007 til 2010 var derfor svært gunstige når en samtidig utstedte nye aksjer til høyere kurser også etter utfisjoningene av Prime. Aksjene som ble emittert i 2014 og 2015 var mindre verdt, da disse aksjene ikke ga rettigheter til Prime og/eller Inc.-aksjer. Det var derfor mer lønnsomt for selskapet å emittere etter utfisjoningene.



Figur 21. Handel med egne aksjer og tilhørende aksjepris i perioden 2006 til 2016.

6.2 Finansiell verdiskapning gjennom handel med egne aksjer

For å vise hvordan handel med egne aksjer kan bidra til verdiskapning kan man se for seg følgende forenklet eksempel. Tenk at Ashford Trust utsteder 3 millioner aksjer, der pålydende er \$0,01 per aksje. Markedsverdien til aksjen er \$12,00 per aksje på en gitt dato. Dette gir en overkurs på \$11,99. Pålydende verdi går inn som juridisk bundet aksjekapital, og overkursen går inn som fri egenkapital. Tenk videre at grunnet visse omstendigheter avtar markedsverdien til \$3,00 per aksje. Ashford Trust kjøper derfor tilbake 2 millioner av egne aksjer for \$3,00 per aksje. Anta at selskapet må betale omtrent 4 prosent av emisjonsbeløpet i omkostninger, inkludert juridiske kostnader, og 0,5 prosent i meglerhonorar. Innskutt egenkapital (IEK) etter tilbakekjøpet vil dermed øke med \$28,5 millioner. Fullstendig utregning er vist i Likning 1.1.

$$IEK = 12 * 3M - 0,01 * 3M - 12 * 3M * 0,04 - 3 * 2M - 3 * 2M * 0,005 = 28,5 M \quad 1.1$$

Når aksjekursen har nådd en høyere verdi enn hva selskapet kjøpte dem tilbake for, kan selskapet selge de ervervede aksjene tilbake til markedet, og følgelig øke egenkapitalen ytterligere.

Tabell 8 viser Ashford Trust sin handel med egne aksjer i perioden 2006 til 2016. De eksakte datoene for emisjon i perioden 2006 til 2016 er gitt Vedlegg D.

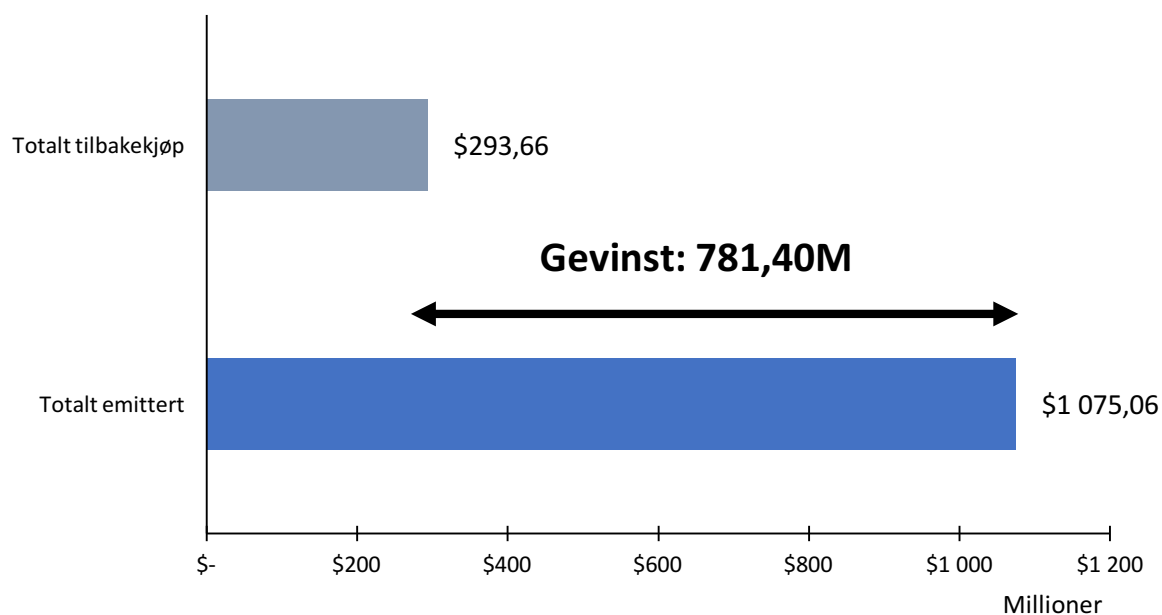
I beregning av emisjonsbeløp har man tatt hensyn til en aksjekapital på \$0,01. Videre har man antatt at selskapet har betalt et meglerhonorar på 0,5 prosent i forbindelse med tilbakekjøp, og at de har betalt 4,0 prosent av det totale emisjonsbeløpet i omkostninger. I forbindelse med emisjonene utført i 2013, 2014 og 2015 tilbød selskapet tegnere en 30 dagers opsjon. Denne tegningsrabatten er ikke inkludert i utregningen.

Tabell 8. Ashford Trust sin handel med egne aksjer i perioden 2006 til 2016.

| Kvartal | # Emitterte ordinære aksjer | Pris per aksje (\$) | Emisjonsbeløp (\$) | Emisjonsbeløp (inkl. omkostninger) (\$) |
|---------|-----------------------------|---------------------|----------------------|---|
| 09/06 | 13 000 000 | 11,40 | 148 200 000 | 142 142 000 |
| 06/07 | 42 500 000 | 11,75 | 499 375 000 | 478 975 000 |
| 12/10 | 7 500 000 | 9,65 | 72 375 000 | 69 405 000 |
| 06/11 | 7 000 000 | 12,50 | 87 500 000 | 83 930 000 |
| 06/13 | 11 000 000 | 12,00 | 132 000 000 | 126 610 000 |
| 06/14 | 7 500 000 | 10,70 | 80 250 000 | 76 965 000 |
| 03/15 | 9 500 000 | 10,65 | 101 175 000 | 97 033 000 |
| SUM | 98 000 000 | | 1 120 875 000 | 1 075 060 000 |

| Kvartal | # Tilbakekjøpte ordinære aksjer | Pris per aksje (\$) | Tilbakekjøpsbeløp (\$) | Tilbakekjøpsbeløp (inkl. meglerhonorar) (\$) |
|---------|---------------------------------|---------------------|------------------------|--|
| 12/07 | 2 366 300 | 7,67 | 18 149 521 | 18 240 269 |
| 03/08 | 700 800 | 6,56 | 4 597 248 | 4 620 234 |
| 09/08 | 9 885 420 | 4,16 | 41 123 347 | 41 328 964 |
| 12/08 | 23 436 236 | 2,15 | 50 387 907 | 50 639 847 |
| 03/09 | 11 705 366 | 1,36 | 15 919 298 | 15 998 894 |
| 06/09 | 5 734 999 | 3,08 | 17 663 797 | 17 752 116 |
| 09/09 | 6 323 598 | 3,05 | 19 286 974 | 19 383 409 |
| 12/09 | 6 293 953 | 4,43 | 27 882 212 | 28 021 623 |
| 03/10 | 5 068 360 | 5,72 | 28 991 019 | 29 135 974 |
| 06/10 | 2 100 000 | 7,62 | 16 002 000 | 16 082 010 |
| 06/15 | 5 800 000 | 9,00 | 52 000 000 | 52 461 000 |
| SUM | 79 415 032 | | 292 203 323 | 293 664 340 |

Ashford Trust har totalt kjøpt tilbake og emittert henholdsvis 79,4 millioner og 98,0 millioner ordinære aksjer i perioden 2006 til 2016, hvor selskapet har generert en gevinst på \$781,40 millioner gjennom handelen med ordinære aksjer, illustrert i Figur 22.



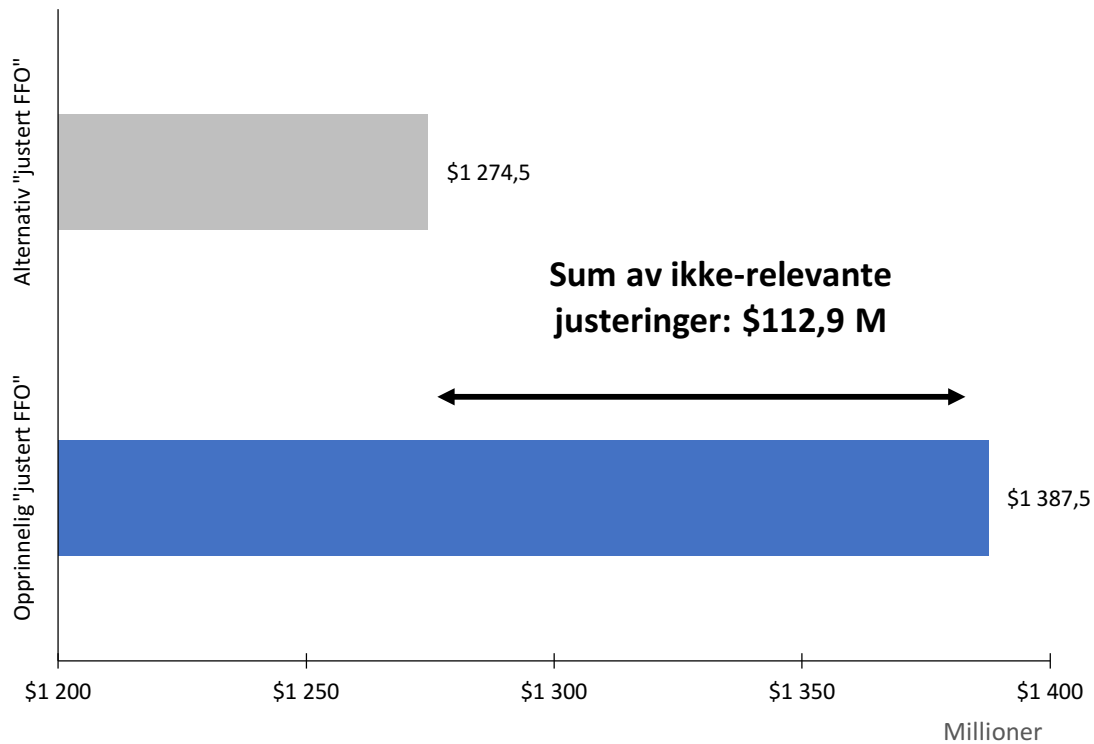
Figur 22. Gevinst ved handel av egne aksjer.

I det følgende vil man undersøke om finansiell verdiskapning gjennom handel med egne aksjer kan veie opp for at selskapet fremstiller resultatet bedre enn det faktisk er. Man ønsker å sammenligne dette da man har sett at Ashford Trust i stor grad utfører aktiviteter i aksjonærmarkedet med hensikt å sikre fremtidig vekst for selskapet og for å skape langsiktig verdi for aksjonærene.

Verdiskapning gjennom operasjonell drift synliggjøres i resultatet gjennom “justert FFO”, mens verdiskapning gjennom finansielle aktiviteter er synlig i egenkapitalen. Likevel, ettersom begge genererer verdi vil det være nyttig å se disse i sammenheng.

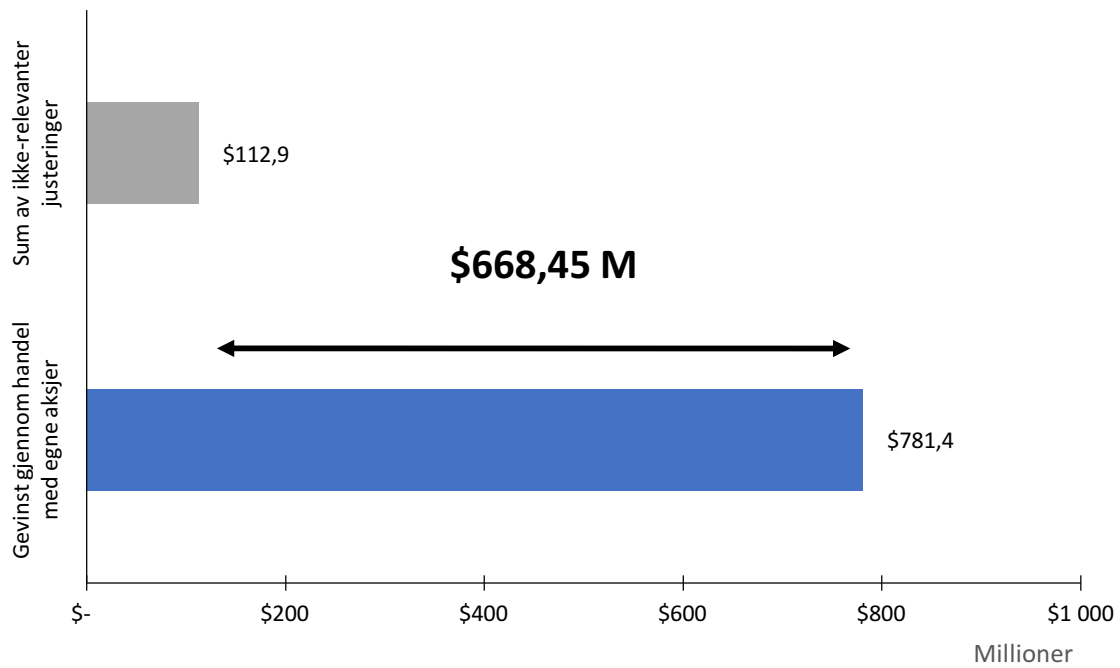
For å vurdere Ashford Trust sin finansielle verdiskapning opp mot selskapets overdrevne bruk av justeringer har man summert opp ikke-relevante justeringer og sett dette opp mot gevinsten generert gjennom handel med egne aksjer, i perioden 2006 til 2016. Dette har man gjort for å se i hvilken grad gevinsten veier opp for at selskapet “sminker” på resultatet.

Figur 23 illustrerer opprinnelig “justert FFO” og “justert FFO” der man har reversert justeringene som har blitt vurdert som ikke-relevant i delkapittel § 4.4.3. Differansen mellom de to søylene svarer dermed til summen av ikke-relevante justeringer totalt for den studerte perioden, altså \$112,9 millioner, noe som utgjør 8,1 prosent av det opprinnelige justerte resultatet til Ashford Trust.



Figur 23. Opprinnelig “justert FFO” og alternativ “justert FFO” i perioden 2006 til 2016.

Figur 24 viser summen av ikke-relevante justeringer i sammenheng med selskapets gevinst, generert gjennom handel med egne aksjer. Man kan se at den finansielle verdiskapningen utgjør i underkant av syv ganger så mye som det “overjusterte” resultatet.



Figur 24. Summen av ikke-relevante justeringer sett opp mot gevinst gjennom handel med egne aksjer i perioden 2006 til 2016.

7. Diskusjon

I dette kapittelet vil man diskutere funnene fra analysen. Diskusjonen er delt inn etter studiets tre delmål.

- Delkapittel § 7.1 tar for seg Ashford Trust sin bruk av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer i regnskapsrapporter og pressemeldinger, samt bakenforliggende årsaker til justeringene.
- Delkapittel § 7.2 diskuterer effekten av å anvende alternative behandlingsmetoder på “justert FFO”, og hvordan dette påvirker vår oppfatning av verdiskapning.
- Delkapittel § 7.3 drøfter finansiell verdiskapning gjennom handel med egne aksjer opp mot selskapets oppjustering av resultat.

7.1 Non-GAAP måltall og tilhørende justeringer

Etter å ha gjennomført en omfattende analyse av hvordan selskapet beregner “justert FFO” i perioden 2008 til 2016, har man blant annet påvist en økende bruk av antall justeringer, hvor man observerte 3 justeringer i første kvartal 2008 og 13 i fjerde kvartal 2016, altså en økning som er mer enn firedoblet.

Man observerte også at “justert FFO” jevnt over ga et høyere resultat enn FFO, noe som støtter antakelsen om at selskaper ofte utnytter non-GAAP måltall til å fremstille et fordelaktig resultat ved å justere for inntektsreducerende poster. Totalt for perioden 2008 til 2016 utgjør selskapets ikke-relevante justeringer \$112,9 millioner, og analysen tyder dermed på at selskapet “sminker” på resultatene gjennom en overdreven bruk av justeringer.

NAREIT definerer non-GAAP måltallet *Adjusted* FFO (AFFO) som FFO, ekskludert gjentakende vedlikeholdsutgifter (CapEx) og lineær avskrivning av leie (Nareit, 2017b). Som nevnt i delkapittel § 2.6 definerer mange selskaper sin egen versjon av “justert FFO”, inkludert Ashford Trust. Selskapet hevder at de ekskluderer regnskapsposter som enten er uten kontanteffekt eller som ikke er en del av operasjonell drift i beregning av måltallet.

Da man utførte rasjonelle vurderinger rundt justeringenes relevans i beregning av selskapets “justert FFO”, ble det observert mangler rundt definisjonen av måltallet. Man observerte at selskapet justerer for engangshendelser, uten å definere hva som inngår i dette. Selskapet har heller ikke klart definert hva som inngår i operasjonell drift.

Det at Ashford Trust har en så generell definisjon gir selskapet mulighet til å utføre justeringer uten å klargjøre årsaker til endring. En overdreven bruk av justeringer kan resultere i at resultatene blir tåkelagt, slik at det blir vanskelig for investorer å se den faktiske verdiskapningen på lang sikt. Dersom selskapet hadde vært mer presis i deres definisjon, kan det tenkes at det ikke hadde vært rom for å utføre like mange justeringer, og følgelig resultert i et mer konsistent resultat fra periode til periode. Selskapet bør derfor konkretisere definisjonen til “justert FFO”, og i større grad klargjøre hvilke aktiviteter de justerer for, og hvorfor.

I delkapittel § 2.5.2 ble det presentert eksempler på villedende bruk av non-GAAP måltall. Basert på analysen av selskapets kvartalsvise rapporter, kan man gjenkjenne Ashford Trust i følgende punkt:

1. Presentere et mål på ytelse som utelukker normale, gjentakende og nødvendige kostnader for å drive virksomheten
2. Presentere non-GAAP måltall som er inkonsistent mellom perioder uten å klargjøre endringer og årsaker til endringer
3. Utelate sammenlignbare GAAP-måltall fra overskrifter og annen fremtredende tekst
4. Presentere non-GAAP måltall før det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet
5. Bruke hjelpemidler ved presentasjon av non-GAAP måltall som fremhever non-GAAP måltall mer enn det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet

Ut fra analysen har man observert at selskapet presenterer et mål på ytelse som utelukker normale, gjentakende og nødvendige kostnader for å drive virksomheten. For eksempel utelukker selskapet kostnader forbundet med innløsning av preferanseaksjer, tilsvarende justering 1, noe som regnes som en del av operasjonelle drift til Ashford Trust. Selskapet utfører også justering 14-16 som angår aksjebasert kompensasjon. Dersom selskapet gir ut kompensasjon i form av kapital, vil selskapets eierandel avta over tid. Basert på dette kan aksjebasert kompensasjon anses som verdier som forlater selskapet, og følgelig en reell utgift.

Videre, ettersom Ashford Trust sin operasjonelle drift i stor grad bygger på forhandlinger og avtaler knyttet til kjøp og salg av eiendom, vil det være rimelig å anta at ikke alle forhandlinger gjennomføres. Kostnadene forbundet med urealiserte forhandlinger er nødvendige for å drive virksomheten, og justering 22 “dead deal” kostnader anses derfor som relevante. Dette viser at selskapet justerer for hendelser som er relevant for daglig drift, og som følgelig bør være en del av det justerte resultatet for at måltallet skal kunne sies å beskrive selskapets operasjonelle ytelse.

I analysen observerte man også at Ashford Trust presenterer “justert FFO” som er inkonsistent mellom perioder. Selskapet har ved flere anledninger lagt til nye justeringer og bruken av justeringer har økt betraktelig de senere årene. Videre har man også observert inkonsistens innad i enkelte av justeringene uten at selskapet har spesifisert årsaker til endring. Justering 7, “andre inntekter/utgifter”, er en diffus regnskapspost hvor innholdet i justeringen er varierende mellom perioder. Det er også stor variasjon i hvor stor del av beløpet fra resultatregnskapet som justeres for uten at dette har blitt konkretisert av selskapet. Det samme problemet forekommer også i justering 10, “transaksjonskostnader, anskaffelseskostnader og kostnader relatert til endring”. Også her er det vanskelig å si noe om hvilke kostnader fra resultatregnskapet selskapet inkluderer i justeringen.

Ettersom selskapet i stor grad varierer hva som justeres for i resultatet, vil dette være med på å svekke både konsistensen og troverdigheten til måltallet. For at justeringene skal bli mer konsistente bør Ashford Trust i større grad spesifisere hva som justeres for, eventuelt splitte enkelte justeringer. Dette kan gi mer konkrete og selvforklarende justeringer og måltallet vil følgelig være mindre misvisende for investorer.

Studiet har også påvist at Ashford Trust i stor grad offentliggjør non-GAAP måltall i sine pressemeldinger, hvor hyppigheten er størst i senere år. Selskapet presenterer ved flere anledninger non-GAAP måltall uten å inkludere det mest direkte sammenlignbare GAAP-måltallet. I tilfellene der selskapet presenterer non-GAAP måltall som uthevet høydepunkt, utelater de å presentere tilhørende GAAP-måltall. I de samme tilfellene har man også observert at selskapet tar i bruk hjelpemidler som fet, midtstilt og kursiv skrift for å fremheve non-GAAP måltallene ytterligere. Det at selskapet praktiserer på denne måten strider med SEC sin veiledning for offentliggjøring av non-GAAP måltall. Ettersom investorer i stor grad baserer

sine investeringsbeslutninger på informasjon gitt i pressemeldinger, kan en slik fremleggelse gi en misledende indikasjon på selskapets ytelse.

7.2 Effekt av alternative behandlingsmetoder på “justert FFO”

For å vise hvordan overdreven bruk av justeringer påvirker “justert FFO”, og følgelig kan villedte investorer, utarbeidet man alternative metoder for å behandle ikke-relevante justeringer. Man ønsket å se effekten av å reversere justeringene, for videre å evaluere hvordan dette påvirker bildet på selskapets operasjonelle ytelse og verdiskapning.

I Metode 1 reverserte man justeringene som ble vurdert som ikke-relevant, ved å legge dem tilbake til opprinnelig “justert FFO”, uten videre behandling. I Metode 2 og 3 reverserte man også ikke-relevante justeringer, for videre å fordele kostnadene over gitte perioder, med hensikt å oppnå et mer sammenlignbart måltall, sammenlignet med Metode 1.

Uavhengig av behandlingsmetode, tyder resultatene på at selskapet fremstiller et høyere resultat på operasjonell ytelse enn hva som er reelt. Man fant en økende trend i selskapets bruk av ikke-relevante justeringer, hvor disse justeringene utgjorde 9,8 prosent av det justerte resultatet i 2010 og 18,3 prosent i 2016.

I tillegg til utviklingen i bransjen og det store makrobildet, er det selskapets egen utvikling som påvirker aksjekursen mest. Det er selskapets egne resultater som er utslagsgivende, samt nyheter rundt hvor mye et selskap forventer å tjene i fremtiden. Investorer har sjelden kapasitet til å gå gjennom 10-Q og 10-K rapporter, da disse er svært detaljerte, og baserer seg derfor i stor grad på informasjon gitt i pressemeldinger. Kortsiktig vil en overdreven bruk av justeringer føre til at aksjekursen følger forventningene til et optimistisk resultat. Selskapet vil altså på kort sikt kunne presse aksjekursen opp ved at de bygger opp investorers forventninger rundt selskapets vekst. Den store bruken av ikke-relevante justeringer gjør det vanskelig å se den egentlige verdiskapning på lang sikt.

Teoretisk sett vil den faktiske verdiskapningen til selskapet i det lange løp gjenspeiles i langsiktig aksjekursutvikling, hvor aksjekursen stiger og synker avhengig av selskapets evne til å skape verdi. Det kan imidlertid være store avvik på kort sikt og en skal være forsiktig med å konkludere.

7.3 Finansiell verdiskapning

Verdiskapningen i et selskap synliggjøres først og fremst gjennom løpende resultater. Likevel genererer også Ashford Trust verdi gjennom finansielle aktiviteter, som handel med egne aksjer, noe som ikke kommer frem i resultatet, men i balansen som endring i egenkapital. Ved å utnytte perioder med svak aksjekurs til å kjøpe tilbake egne aksjer for så å videreselge disse for en høyere kurs på et senere tidspunkt, har selskapet generert verdi gjennom å innhente frisk kapital. Dette viser at selskapet har en høy finansiell fleksibilitet og dermed mulighet til å utføre emisjoner og tilbakekjøp dersom forholdene ligger til rette i markedet.

Analysen viser at Ashford Trust utførte en omfattende emisjon av 42,5 millioner aksjer til en kurs på \$11,75, april 2007. I denne perioden var aksjekursen på topp i USA før finanskrisen rammet i 2008. Under finanskrisen ble flertallet av selskaper tvunget til å utføre emisjoner for å innhente kapital. Ashford Trust derimot, hadde frisk kapital grunnet emisjonen i 2007 og derfor mulighet til å utnytte den lave kursen til å kjøpe tilbake aksjer. I løpet av fjerde kvartal 2008 kjøpte selskapet tilbake 23,4 millioner aksjer til en gjennomsnittlig kurs på \$2,15 per aksje. Totalt sett kan man altså si at selskapet kom godt ut av finanskrisen i motsetning til mange andre selskaper. Dette var mye grunnet deres innhenting av frisk kapital, men også selskapets finansieringsstrategi hvor de opererer med gjeld uten konserngaranti. Det var også en fordel at selskapet valgte å gå over fra fast til flytende rente.

I den studerte perioden har selskapet totalt generert en gevinst på \$781,4 millioner gjennom handel med egne aksjer. Sammenlignet med summen av selskapets ikke-relevante justeringer på \$112,9 millioner, kan det tenkes at verdiskapning gjennom kapitalallokeringer kompenserer for at selskapet fremstiller dets operasjonelle ytelse bedre enn det faktisk er.

Man kan videre trekke linjer mellom selskapets handel med egne aksjer og justering av resultat. I perioder hvor Ashford Trust har utført store tilbakekjøp har man også observert at selskapet har nedjustert resultatet. For eksempel var det justerte resultatet lavere enn FFO i første, andre og fjerde kvartal i 2008. Selv om dette også var påvirket av finanskrisen kan man se at nedjusteringene samsvarer med periodene selskapet utførte tilbakekjøp i 2008. Dette kan tyde på at selskapet har fremstilt seg selv i et dårlig lys for å presse aksjekursen ned, for videre å utføre tilbakekjøp av egne aksjer. Resultatene peker også i retning av at selskapet fra og med slutten av 2010 oppjusterte resultatet i perioder der de utstedte nye og ervervede aksjer, med hensikt å presse aksjekursen opp. Basert på dette kan det tenkes at Ashford Trust strategisk utnytter sammenhengen mellom aksjekurs og forventninger til selskapets resultat, til å påvirke aksjekursen i den retningen som best gagnar selskapet. Følgelig er dette også en fordel for langsiktige investorer som tar del i den samme verdiskapningen, men en ulempe for de investorene som selger billig og kjøper dyrt.

8. Konklusjon

Oppgaven har forsøkt å bygge forståelse rundt behov, utfordringer og løsninger knyttet til bruken av non-GAAP måltall og tilhørende justeringer med utgangspunkt i det amerikanske REIT-selskapet, Ashford Trust. I dette kapittelet vil problemstillingen bli besvart, sammen med en oppsummering av studiens viktigste resultater og videre arbeid.

Man har sett at det er et klart behov for non-GAAP måltall i REIT-industrien. “Justert FFO” åpner for at selskaper kan skreddersy resultatet til å best mulig beskrive dets kjernedrift med hensikt å gi investorer et nyttig innblikk på elementer som påvirker selskapets ytelse. Gjennom studiet har man likevel avdekket flere potensielle utfordringer knyttet til bruken av non-GAAP måltall. Studiet har vist at Ashford Trust er en versting i å utnytte fleksibiliteten til non-GAAP måltall, derav “justert FFO”. Da man gjorde vurderinger rundt selskapets justeringer, observerte man at det foregår en rekke justeringer av resultatene knyttet til “engangseffekter”, ikke-betalbare kostnader, opsjons og aksjeprogrammer, og flere, som gjør det vanskelig å se den egentlige verdiskapningen på lang sikt.

Studiet har påvist en klar økende trend i Ashford Trust sin bruk av justeringer av resultatene, hvor antallet ble over firedoblet i løpet av perioden 2008 til 2016. Totalt i den observerte perioden utgjorde summen av ikke-relevante justeringer 8,1 prosent av det opprinnelige justerte resultatet til selskapet, tilsvarende totalt \$112,9 millioner. Videre påviste studiet at Ashford Trust utnytter pressemeldinger til å fremheve non-GAAP måltall. Selskapet benytter ofte hjelpemidler til å fremheve måltallene og utelater å presentere tilhørende GAAP-måltall i flere tilfeller. Basert på disse funnene kan det derfor også tenkes at selskapet utnytter non-GAAP måltall til å fremstille seg selv i et bedre lys enn hva som faktisk er tilfellet.

På den andre siden skaper selskapet også verdi gjennom finansielle aktiviteter. I den studerte perioden har selskapet generert en gevinst på \$781,4 millioner gjennom egenhandel av aksjer. Dette viser at selskapet har en svært høy finansiell fleksibilitet, og at de har mulighet til å utnytte markedet til å emittere når kursen er høy og kjøpe tilbake når aksjekursen er lav. Denne finansielle verdiskapningen kommer ikke frem i resultatet, men i balansen, som endring i egenkapital. Ettersom gevinsten generert fra kapitalallokering er så stor i forhold til summen av de ikke-relevante justeringene, kan det tenkes at den finansielle verdiskapningen

kompenserer for at selskapet fremstiller en høyere operasjonell verdiskapning enn hva de egentlig burde.

Totalt sett utgjør non-GAAP måltall som “justert FFO” en sentral del av regnskapet til REIT-selskaper, men fleksibiliteten rundt måltallet gjør at investorer bør være kritiske til hva som justeres for. Det kan tenkes at selskaper utnytter non-GAAP måltall til å fremstille seg selv i et bedre lys, hvor en overdreven bruk av justeringer gjør at selskaper i stor grad kan tåkelegge resultatene. Kortsiktig vil en overdreven bruk av justeringer føre til at aksjekursen følger forventningene til et optimistisk resultat. Dette gjør det vanskelig å se den egentlige verdiskapning på lang sikt. På den andre siden, selskaper kan også generere mye verdi gjennom finansielle aktiviteter som ikke synliggjøres i resultatet, noe som også bør tas i betraktning i en vurdering av et selskap.

For å redusere skyggesidene rundt non-GAAP måltall, må selskaper bli mer presise og konsistente i sin bruk av justeringer, og i større grad begrunne justeringene, og endringer knyttet til disse. Etersom investorer i stor grad baserer seg på pressemeldinger, er det viktig at tilhørende GAAP-måltall ikke kommer i skyggen av non-GAAP måltall i offentliggjøring av resultater. På den andre siden er det viktig at investorer vurderer regnskapskvaliteten på en kritisk måte, slik at de ikke blir ført bak lyset og fatter beslutninger på feilaktig grunnlag.

Studiet er basert på et selskap og mer forskning bør ligge til grunn før funnene kan generaliseres. Videre arbeid kan derfor være å utføre en lignende studie på andre selskaper for å se i hvor stor grad man finner igjen de samme utfordringene. Man kan også utarbeide flere metoder for å håndtere justeringene slik at de inkluderes i resultatene på lang sikt, som balanseføring og avskrivning over en lengre periode.

9. Litteraturliste

- Ashford Hospitality Trust, I. (2017). Form 10-k (s. 136): SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION.
- Bartov, E., Krinsky, I. & Lee, J. (1998). Evidence on how companies choose between dividends and open-market stock repurchases *Journal of Applied Corporate Finance* 11.1, 8.
- Baumker, M., Biggs, P., Mcvay, S. E. & Pierce, J. (2014). The disclosure of non-gaap earnings following regulation g: An analysis of transitory gains.(generally accepted accounting principles)(report). *Accounting Horizons*, 28(1), 77.
- Bechard, M. (2012). Ffo clarification for reits Lastet ned 29.03, 2012, fra <https://www.reit.com/news/videos/ffo-clarification-reits>
- Bergh, F. Ø. (2007). *Aksjeskolen* (Ny rev. utg. utg.). Oslo: Hegnar media.
- Black, D. a. T. C. (2009). Us managers' use of 'pro forma' adjustments to meet strategic earnings targets. . *Journal of Business Finance & Accounting*, 36 (3) & (4), 327.
- Black, D. E., Christensen, T. E., Ciesielski, J. T. & Whipple, B. C. (2017). Non-gaap earnings: A consistency and comparability crisis? , 47.
- Block, R. L. (2011). *Investing in reits : Real estate investment trusts* (4th ed. utg. vol. v.141). Hoboken: Wiley.
- Bragg, S. M. (2012). *Sec filings*. Hoboken, NJ, USA: Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Chan, S. H., Erickson, J. & Wang, K. (2002). *Real estate investment trusts : Structure*. New York: Oxford University Press.
- Christensen, I. S. (2011, 14.07). Venter børsfall på kreditturo, *E24*. Lastet ned fra <http://e24.no/boers-og-finans/boerskommentar/venter-boersfall-paa-kreditturo/20079269>
- Coleman, D. & Erickson, M. (2017). A look at non-gaap reporting after new sec guidance Lastet ned 23.03, 2017, fra <http://www.auditanalytics.com/blog/a-look-at-non-gaap-reporting-after-new-sec-guidance/>
- Coleman, D. & Usvyatsky, O. (2015). Trends in non-gaap disclosures Lastet ned 23.03, 2017, fra <http://www.auditanalytics.com/blog/trends-in-non-gaap-disclosures/>
- Curtis, A. B., Mcvay, S. E. & Whipple, B. C. (2014). The disclosure of non-gaap earnings information in the presence of transitory gains. *Accounting Review*, 89(3), 933-958. doi: 10.2308/accr-50683
- Deloitte & Llp, T. (2016). A roadmap to non-gaap financial measures. 80.
- Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock. *The Journal of Business*, 73(3), 331-355. doi: 10.1086/209646
- Doyle, J. T., Lundholm, R. J. & Soliman, M. T. (2003). The predictive value of expenses excluded from pro forma earnings. [journal article]. *Review of Accounting Studies*, 8(2), 145-174. doi: 10.1023/a:1024472210359
- Duedahl, P. & Hviid Jacobsen, M. (2010). *Introduktion til dokumentanalyse* (vol. vol. 394). Odense: Syddansk Universitetsforlag.
- Duffie, D. & Stein, J. C. (2015). Reforming libor and other financial market benchmarks. *Journal of Economic Perspectives*, 29(2), 191-212. doi: 10.1257/jep.29.2.191
- Dybvad, O. (2014, 14.11.2014). Verdiskapning og kursutvikling Lastet ned 10.06, 2017, fra <https://odinfond.no/verdiskaping-og-kursutvikling/>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. (special forum on theory building). *Academy of Management Review*, 14(4), 532.
- Ey, E. Y. (2016). Technical line; spotlight on non-gaap financial measures.

- Fasb. About the fasb Lastet ned 03.02, 2017, fra <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176154526495>
- Flood, J. M. (2013). *Wiley gaap 2014 : Interpretation and application of generally accepted accounting principles* (12th ed. utg.). Hoboken: Wiley.
- Gasb. About the gasb Lastet ned 03.02, 2017, fra <http://www.gasb.org/jsp/GASB/Page/GASBSectionPage&cid=1176168081485>
- Geltner, D. & Miller, N. G. (2007). *Commercial real estate analysis and investments*. 21.
- Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1996). *Metodevalg og metodebruk* (3. utg. utg.). Oslo: TANO.
- Host Hotels & Resorts, I. (2016). Form 10-k (s. 196).
- Investopedia. Generally accepted accounting principles - gaap Lastet ned 30.03, 2017, fra <http://www.investopedia.com/terms/g/gaap.asp>
- Johannessen, A. (2013). *Handel med egne aksjer på oslo børs - etempiriskstudieaveffekt og motivasjon*. Mastergrad Masterutredning, Norges Handelshøyskol.
- Liu, D., Payne, S. & Singh, P. (2015). Ggp, the bankruptcy of general growth properties. 35.
- Mikalsen, S. (2014). *Aksjer og aksjehandel : Hvordan lykkes på børsen*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Mohr, B. L. (2011, 06.08). Slik blir følgene av nedgraderingen, E24. Lastet ned fra <http://e24.no/makro-og-politikk/slik-blir-foelgene-av-nedgraderingen/20086159>
- Nareit. (2002). White paper on funds from operations. 8.
- Nareit. (2016). Market capitalization of equity and mortgage reit in 2016. reit.com: NAREIT.
- Nareit. (2017a). About nareit Lastet ned 02.05, 2017, fra <https://www.reit.com/nareit-you/about-nareit>
- Nareit. (2017b). Adjusted funds from operations (affo) Lastet ned 20.04, 2017, fra <https://www.reit.com/investing/reit-basics/glossary-reit-terms>
- Nareit. (2017c). Reit financial benefits Lastet, fra <https://www.reit.com/investing/reit-basics/reit-financial-benefits>
- Nareit. (2017d). What is a reit? Lastet, fra <https://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>
- Nichols, N. B., Gray, S. J. & Street, D. L. (2005). Pro forma adjustments to gaap earnings: Bias, materiality, and sec action. *Research in Accounting Regulation*, 18(C), 29-52. doi: 10.1016/S1052-0457(05)18002-3
- Næringslivets, A. (1999). *Egne aksjer : Om aksjeselskapers og allmennaksjeselskapers handel med egne aksjer* (vol. nr 7). Oslo: Ad Notam.
- Parker, D. (2012). *Global real estate investment trusts : People, process and management*. Hoboken: Wiley.
- Parrino, R. J. (2016). New compliance guidance by sec staff signals increased scrutiny of non-gaap financial measures. 17.
- Pwc. (2016). Sec updates interpretive guidance on non-gaap financial measures. 2.
- Rasmussen, J.-K. & Stadsøy, H. K. (2016). *Diversifiseringspotensialet til unotert eiendom – markedene norge, sverige og danmark*. Master, NTNU. Lastet ned fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2409252/GetFile.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Schnurr, J. V. (2016). *Remarks before the 12th annual life sciences accounting and reporting congress*. <https://www.sec.gov/news/speech/schnurr-remarks-12th-life-sciences-accounting-congress.html>
- Sec. (2002, 01.24.02). Final rule: Conditions for use of non-gaap financial measures Lastet ned 18.02, 2017, fra <https://www.sec.gov/rules/final/33-8176.htm>
- Sec. (2009, 26.06.09). Form 10-k Lastet, fra <https://www.sec.gov/answers/form10k.htm>

- Sec. (2010). Important information about edgar Lastet, fra <https://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>
- Sec. (2011, 02.09.11). Form 10-q Lastet, fra <https://www.sec.gov/answers/form10q.htm>
- Sec. (2012, 10.08.12). Form 8-k Lastet ned 06.02, 2017, fra <https://www.sec.gov/answers/form8k.htm>
- Skjeltorp, J. A. (2005). Tilbakekjøp i norge - annonseringseffekten, langsiktig avkastning og tilbakekjøpsaktivitet. 22, 73-82.
- Sunstone Hotel Investors, I. (2016). Form 10-k (s. 46).
- Voss, J. (2016). Non-gaap business performance measures: An investor perspective Lastet ned 23.03, 2017, fra <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2016/06/29/non-gaap-business-performance-measures-an-investor-perspective/>
- Walker, D. A. (2016). The use of non-gaap disclosures. *SEC departments*, 91-93.
- Young, S. (2014). The drivers, consequences and policy implications of non-gaap earnings reporting. *Accounting and Business Research*, 44(4), 444-465. doi: 10.1080/00014788.2014.900952
- Yuille, B. (2014). Sec filings: Forms you need to know.

Vedlegg

Vedlegg A

Engelsk-norsk oversettelse

Tabell A.1. Engelsk-norsk oversettelse på justeringer.

| | Engelsk | Norsk |
|----|--|---|
| # | Adjustments | Justeringer |
| 1 | Extinguishment of issuance costs upon redemption of Series E preferred stock | Opphør av utstedelseskostnader grunnet innløsning av Serie E-preferanseaksjer |
| 2 | Dividends on convertible preferred stock | Utbetalt utbytte på konvertible preferanseaksjer |
| 3 | Non-cash dividends on Series B-1 preferred stock | Aksjebasert utbytte på Serie B-1-preferanseaksje |
| 4 | Write-off of loan costs and exit fees | Avskrivning av ikke-amortiserte lånekostnader og avslutningsavgifter |
| 5 | Other impairment charges | Andre nedskrivninger |
| 6 | Non-cash gain on insurance settlements | Gevinst (uten kontanteffekt) på forsikringsoppgjør |
| 7 | Other (income) expense | Andre inntekter/utgifter |
| 8 | Legal costs related to litigation settlements | Juridiske kostnader knyttet til rettssaker og rettsavgjørelser |
| 9 | Legal judgement and related legal costs | Rettsavgjørelser og relaterte saksomkostninger |
| 10 | Transaction, acquisition and management conversion costs | Transaksjonskostnader, anskaffelseskostnader og kostnader relatert til endring |
| 11 | Transaction costs related to spin-offs | Transaksjonskostnader knyttet til fisjoning |
| 12 | Modification of rent terms | Modifisering av leiebetingelser |
| 13 | Equity in loss of unconsolidated joint ventures | Andel resultat i ikke-konsoliderte felleskontrollerte virksomheter |
| 14 | Non-cash stock/unit-based compensation | Aksjebasert kompensasjon til ansatte |
| 15 | Compensation adjustment related to modified employment terms | Endring i kompensasjon relatert til modifiserte ansettelsesbetingelser |
| 16 | Compensation related to spin-off deferred compensation | Utsatt kompensasjon forbundet med fisjoning |
| 17 | Debt restructuring costs | Restrukturering av gjeld |
| 18 | Unrealized gain on marketable securities | Urealisert tap/gevinst på omsettelige verdipapirer |
| 19 | Unrealized gain on investments | Urealisert tap/gevinst på investeringer |
| 20 | Unrealized (gain) loss on derivatives | Urealisert tap/gevinst på derivater |
| 21 | Software implementation costs | Implementeringskostnader av ny programvare |
| 22 | Dead deal costs | ”Dead deal” kostnader |
| 23 | El Conquistador results, interest, and amortization of deferred loan costs since appointment of receiver | El Conquistador sine resultater, renter og amortisering av utsatte lånekostnader, etter utnevning av mottaker |
| 24 | Company's portion of unrealized (gain) loss of investment in securities investment fund | Selskapets andel av urealisert tap/gevinst fra verdipapirfond |
| 25 | Company's portion of unrealized loss of AIM REHE Fund | Selskapets andel av urealisert tap/gevinst fra ”AIM REHE Fund” |

| | | |
|----|--|--|
| 26 | Company's portion of unrealized (gain) loss of unconsolidated entities and of the AQUA U.S. Fund | Selskapets andel av urealisert tap/gevinst fra ikke-konsoliderte virksomheter og "AQUA US Fund" |
| 27 | Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated joint ventures | Selskapets andel knyttet til justeringer av FFO i ikke-konsoliderte felleskontrollerte virksomheter |
| 28 | Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Inc.) | Selskapets andel knyttet til justeringer av FFO i ikke-konsoliderte tilknyttede selskaper (Ashford Inc.) |
| 29 | Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated OpenKey | Selskapets andel knyttet til justeringer av FFO i ikke-konsoliderte Open Key |
| 30 | Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Prime OP) | Selskapets andel knyttet til justeringer av FFO i ikke-konsoliderte tilknyttede selskaper (Ashford Prime OP) |
| 31 | Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (REHE Fund) | Selskapets andel knyttet til justeringer av FFO i ikke-konsoliderte tilknyttede selskaper (REHE Fund) |
| 32 | Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (PIM Highland JV) | Selskapets andel knyttet til justeringer av FFO i ikke-konsoliderte tilknyttede selskaper (PIM Highland JV) |
| | Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | "Justert FFO" tilgjengelig for selskapets aksjeeiere og ledelse |

Vedlegg B

FFO og AFFO (som rapportert i regnskap)

Tabell B.1 FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2016.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/16 | 09/16 | 06/16 | 03/16 |
|--|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|
| Net income (loss) | (56 640) | (25 138) | 35 135 | (12 139) |
| (Income) loss from consolidated entities attributable to noncontrolling interest | (2) | (16) | (6) | 38 |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 9 738 | 5 009 | (4 376) | 2 112 |
| Preferred dividends | (10 416) | (8 875) | (8 491) | (8 490) |
| Extinguishment of issuance costs upon redemption of Series E preferred stock | 0 | (6 124) | 0 | 0 |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (57 320) | (35 144) | 22 262 | (18 479) |
| Depreciation and amortization of real estate | 61 390 | 60 108 | 60 018 | 62 101 |
| Gain on acquisition of hotel properties and sale of hotel properties | (7 171) | (1 448) | (23 094) | 114 |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (9 738) | (5 009) | 4 376 | (2 112) |
| Equity in (earnings) loss of unconsolidated entities | (107) | 85 | 355 | 519 |
| Impairment charges on real estate | 13 277 | 5 039 | 0 | 0 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (Ashford Inc.) | 217 | (85) | (357) | (155) |
| Company's portion of FFO of OpenKey | (110) | 0 | 0 | 0 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | 438 | 23 546 | 63 560 | 41 988 |
| Adjustments | | | | |
| Extinguishment of issuance costs upon redemption of Series E preferred stock (For AFFO) | 0 | 6 124 | 0 | 0 |
| Write-off of loan costs and exit fees | 7 789 | 972 | 3 941 | 0 |
| Other impairment charges | (156) | (117) | (116) | (111) |
| Non-cash gain on insurance settlements | (456) | 0 | 0 | 0 |
| Other (income) expense | 254 | 926 | 3 085 | 252 |
| Legal judgement and related legal costs | 1 105 | 23 | 24 | 24 |
| Transaction, acquisition and management conversion costs | 355 | 778 | 427 | 218 |
| Unrealized gain on marketable securities | (4 946) | 0 | 0 | 0 |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 6 782 | 9 548 | (6 878) | (6 918) |
| Dead deal costs | 60 | 30 | 304 | (3) |
| Non-cash stock/unit-based compensation | 4 161 | 2 185 | 2 342 | 984 |
| Company's portion of unrealized (gain) loss of investment in securities investment fund | 1 785 | 0 | 0 | 0 |
| Company's portion of unrealized (gain) loss of unconsolidated entities and of the AQUA U.S. Fund | 0 | 475 | (68) | 3 066 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Inc.) | 800 | 793 | 1 388 | 748 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated OpenKey | 8 | 0 | 0 | 0 |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 17 979 | 45 283 | 68 009 | 40 248 |

Tabell B.2: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2015.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/15 | 09/15 | 06/15 | 03/15 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Net income (loss) | (26 127) | (19 511) | (14 757) | 366 807 |
| (Income) loss from consolidated entities attributable to noncontrolling interest | 22 | (3) | (14) | 25 |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 4 113 | 3 193 | 2 527 | (45 336) |
| Preferred dividends | (8 491) | (8 490) | (8 491) | (8 490) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (30 483) | (24 811) | (20 735) | 313 006 |
| Depreciation and amortization of real estate | 61 129 | 58 682 | 52 566 | 37 820 |
| Gain on aquisition of hotel properties and sale of hotel properties | (47) | (599) | 0 | (380 705) |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (4 113) | (3 193) | (2 527) | 45 336 |
| Equity in (earnings) loss of unconsolidated entities | (759) | 437 | (2 855) | 6 622 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (Ashford Inc.) | 604 | 372 | 1 679 | (2 747) |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (Ashford Prime OP) | 0 | 63 | 2 856 | 1 452 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (PIM Highland JV) | 0 | 0 | 0 | 3 791 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | 26 331 | 30 951 | 30 984 | 24 575 |
| Adjustments | | | | |
| Write-off of loan costs and exit fees | 983 | 0 | 0 | 4 767 |
| Other impairment charges | (112) | (111) | 19 840 | (106) |
| Other (income) expense | 2 597 | 314 | 2 283 | (4 330) |
| Legal judgement and related legal costs | 24 | 23 | 24 | 24 |
| Transaction, acquisition and management conversion costs | 796 | 1 963 | 5 665 | 499 |
| Transaction costs related to spin-offs | 0 | 0 | 0 | 3 425 |
| Unrealized gain on marketable securities | 0 | 0 | (1 929) | 1 802 |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 999 | 2 750 | 1 955 | 1 698 |
| Dead deal costs | 203 | 320 | 192 | 55 |
| Company's portion of unrealized loss of AIM REHE Fund | (1 494) | 3 932 | 0 | 0 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Inc.) | (534) | (484) | (1 759) | 1 744 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Prime OP) | 0 | 573 | 168 | (148) |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (REHE Fund) | 0 | 0 | 948 | 0 |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 29 793 | 40 231 | 58 371 | 34 005 |

Tabell B.3: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2014.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/14 | 09/14 | 06/14 | 03/14 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Net income (loss) | (16 358) | (16 204) | (2 353) | (3 292) |
| (Income) loss from consolidated joint ventures attributable to noncontrolling interests | 260 | 0 | 0 | 0 |
| (Income) loss from consolidated entities attributable to noncontrolling interest | 2 166 | 124 | (5) | 27 |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | | 2 585 | 772 | 877 |
| Preferred dividends | (8 491) | (8 490) | (8 491) | (8 490) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (22 423) | (21 985) | (10 077) | (10 878) |
| Depreciation and amortization of real estate | 29 579 | 28 295 | 26 482 | 26 105 |
| Gain on acquisition of hotel properties and sale of hotel properties | 0 | 0 | 0 | (3 503) |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (2 166) | (2 585) | (772) | (877) |
| Equity in (earnings) loss of unconsolidated entities | 4 299 | (2 831) | (7 461) | 3 498 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (Ashford Inc.) | (3 252) | 0 | 0 | 0 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (Ashford Prime OP) | 1 033 | 2 093 | 1 985 | 785 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (PIM Highland JV) | 10 310 | 12 966 | 17 621 | 8 851 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | 17 380 | 15 953 | 27 778 | 23 981 |
| Adjustments | | | | |
| Write-off of loan costs and exit fees | 0 | 8 319 | 6 | 2 028 |
| Other impairment charges | (105) | (105) | (104) | (101) |
| Non-cash gain on insurance settlements | (5) | 0 | 0 | 0 |
| Other (income) expense | (732) | (2 564) | (2 000) | (1 277) |
| Legal costs related to litigation settlements | 424 | 0 | 0 | 0 |
| Legal judgement and related legal costs | 0 | 683 | 10 800 | 0 |
| Transaction, acquisition and management conversion costs | 9 | 533 | 83 | 0 |
| Transaction costs related to spin-offs | 1 674 | 1 370 | 1 187 | 0 |
| modification of rent terms | 0 | 0 | 2 997 | 0 |
| Unrealized gain on marketable securities | (3 486) | 2 875 | 944 | (1) |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 420 | 70 | 263 | 347 |
| Software implementation costs | 45 | 20 | 255 | 0 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Inc.) | 2 558 | 0 | 0 | 0 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Prime OP) | 4 | 6 | 67 | 321 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (PIM Highland JV) | (156) | 0 | (7) | (506) |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 18 030 | 27 160 | 42 269 | 24 792 |

Tabell B.4: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2013.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/13 | 09/13 | 06/13 | 03/13 |
|--|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Net income (loss) | (18 601) | (19 402) | 7 600 | (18 155) |
| (Income) loss from consolidated entities attributable to noncontrolling interest | (1 798) | 175 | 8 | 707 |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 3 031 | 2 892 | (502) | 2 762 |
| Preferred dividends | (8 491) | (8 490) | (8 491) | (8 490) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (25 859) | (24 825) | (1 385) | (23 176) |
| Depreciation and amortization of real estate | 29 308 | 31 842 | 31 900 | 31 615 |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (3 031) | (2 892) | 502 | (2 762) |
| Equity in loss of unconsolidated joint ventures | 0 | 0 | (2 367) | 6 888 |
| Equity in (earnings) loss of unconsolidated entities | 8 778 | 10 105 | 0 | 0 |
| Impairment charges on real estate | 0 | (101) | (99) | (96) |
| Company's portion of FFO of unconsolidated joint ventures | 7 031 | 6 991 | 14 617 | 5 636 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated entities (Ashford Prime OP) | (3 339) | 0 | 0 | 0 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | 12 888 | 21 120 | 43 168 | 18 105 |
| Adjustments | | | | |
| Write-off of loan costs and exit fees | 127 | 0 | 0 | 1 971 |
| Other impairment charges | (100) | 0 | 0 | 0 |
| Non-cash gain on insurance settlements | (270) | 0 | 0 | 0 |
| Other (income) expense | 796 | (314) | (310) | 393 |
| Transaction, acquisition and management conversion costs | 31 | 326 | 1 300 | 0 |
| Transaction costs related to spin-offs | (4 894) | 2 587 | 3 856 | 0 |
| Modification of rent terms | 539 | 0 | 0 | 0 |
| modification of rent terms | 0 | 0 | 0 | 4 678 |
| Compensation related to spin-off deferred compensation | 4313 | 0 | 0 | 0 |
| Unrealized gain on marketable securities | (3 076) | (257) | 919 | (2 701) |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 1 138 | 817 | (789) | 7 149 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated joint ventures | 0 | 2 | 3 | 19 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated entities (Ashford Prime OP) | 2 716 | 0 | 0 | 0 |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 14 208 | 24 281 | 48 147 | 29 614 |

Tabell B.5: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2012.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/12 | 09/12 | 06/12 | 03/12 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Net income (loss) | (13 683) | (18 031) | (5 940) | (24 553) |
| (Income) loss from consolidated joint ventures attributable to noncontrolling interests | 0 | 219 | (54) | 278 |
| (Income) loss from consolidated entities attributable to noncontrolling interest | (1 311) | 0 | 0 | 0 |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 2 393 | 2 665 | 1 180 | 3 057 |
| Preferred dividends | (8 491) | (8 490) | (8 490) | (8 331) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (21 092) | (23 637) | (13 304) | (29 549) |
| Depreciation and amortization of real estate | 32 957 | 33 398 | 33 374 | 33 517 |
| Gain on acquisition of hotel properties and sale of hotel properties | (4 490) | 0 | 0 | 0 |
| Non-cash gain on insurance settlements | (91) | 0 | 0 | 0 |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (2 393) | (2 665) | (1 180) | (3 057) |
| Equity in loss of unconsolidated joint ventures | 3 179 | 7 373 | (23) | 10 304 |
| Impairment charges on real estate | (96) | (5 066) | 4 025 | (92) |
| Company's portion of FFO of unconsolidated joint ventures | 10 241 | 5 845 | 12 955 | 2 455 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | 18 215 | 15 248 | 35 847 | 13 578 |
| Adjustments | | | | |
| Write-off of loan costs and exit fees | 4 117 | 0 | 0 | 0 |
| Other (income) expense | (660) | (607) | 1 303 | 356 |
| Legal costs related to litigation settlements | 28 | 755 | 1 467 | 0 |
| modification of rent terms | 0 | 0 | (511) | 991 |
| Unrealized gain on marketable securities | 863 | 0 | 0 | 0 |
| Unrealized gain on investments | 0 | 48 | (1 628) | (1 785) |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 8 905 | 9 353 | 7 458 | 9 941 |
| Dead deal costs | 869 | 0 | 0 | 0 |
| El Conquistador results, interest, and amortization of deferred loan costs since appointment of receiver | 924 | 1 144 | 0 | 0 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated joint ventures | 1 | 89 | 49 | 95 |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 33 262 | 26 030 | 43 985 | 23 176 |

Tabell B.6: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2011.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/11 | 09/11 | 06/11 | 03/11 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Net income (loss) | (11 753) | (24 984) | (7 262) | 43 882 |
| (Income) loss from consolidated joint ventures attributable to noncontrolling interests | (73) | 832 | (438) | (931) |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 1 629 | 2 935 | 3 389 | (5 118) |
| Preferred dividends | (8 135) | (7 415) | (24 771) | (6 555) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (18 332) | (28 632) | (29 082) | 31 278 |
| Depreciation and amortization of real estate | 33 419 | 32 883 | 32 340 | 32 100 |
| Gain on acquisition of hotel properties and sale of hotel properties | (5) | 311 | (158) | (2 802) |
| Non-cash gain on insurance settlements | (130) | 0 | (1 157) | 0 |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (1 629) | (2 935) | (3 389) | 5 118 |
| Equity in loss of unconsolidated joint ventures | 5 068 | 0 | 0 | 0 |
| Impairment charges on real estate | (93) | 0 | 0 | 0 |
| Company's portion of FFO of unconsolidated joint ventures | 4 671 | 0 | 0 | 0 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | 22 969 | 1 627 | (1 446) | 65 694 |
| Adjustments | | | | |
| Dividends on convertible preferred stock (Series B-1) | 0 | 0 | 350 | 1 025 |
| Non-cash dividends on Series B-1 preferred stock | 0 | 0 | 17 363 | 0 |
| Write-off of loan costs and exit fees | 0 | 729 | 0 | 948 |
| Other impairment charges | 0 | (92) | 1 921 | (340) |
| Other (income) expense | (9 515) | 853 | 0 | (30 000) |
| Legal costs related to litigation settlements | 0 | 0 | 1 375 | 5 500 |
| Transaction, acquisition and management conversion costs | (2) | 27 | 406 | (1 223) |
| Equity in loss of unconsolidated joint ventures | 0 | 6 228 | 2 301 | (28 124) |
| Debt restructuring costs | 823 | 0 | 0 | 0 |
| Unrealized gain on investments | 1 614 | (1 223) | 0 | 0 |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 17 473 | 18 302 | 17 694 | 16 817 |
| Company's portion of adjustments to FFO of unconsolidated joint ventures | 1 568 | 5 710 | 11 593 | 2 179 |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 34 930 | 32 161 | 51 557 | 32 476 |

Tabell B.7: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2010.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/10 | 09/10 | 06/10 | 03/10 |
|--|------------------|---------------|---------------|---------------|
| Net income (loss) | (122 185) | 47 665 | 7 502 | 5 226 |
| (Income) loss from consolidated joint ventures attributable to noncontrolling interests | 262 | 293 | 427 | 701 |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 16 979 | (6 689) | (1 129) | (792) |
| Preferred dividends | (6 545) | (4 988) | (4 831) | (4 830) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (111 489) | 36 281 | 1 969 | 305 |
| Depreciation and amortization of real estate | 34 642 | 35 138 | 35 255 | 36 250 |
| Gain on aquisition of hotel properties and sale of hotel properties | 0 | (55 931) | 0 | 0 |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (16 979) | 6 689 | 1 129 | 792 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | (93 826) | 22 177 | 38 353 | 37 347 |
| Adjustments | | | | |
| Dividends on convertible preferred stock (Series B-1) | 1 015 | 1 043 | 1 043 | 1 042 |
| Write-off of loan costs and exit fees | 3 893 | 0 | 0 | 0 |
| Other impairment charges | 71 249 | 694 | 10 880 | 0 |
| Transaction, acquisition and management conversion costs | 7 001 | 0 | 0 | 0 |
| Equity in loss of unconsolidated joint ventures | 21 590 | 0 | 0 | 0 |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 18 540 | (382) | (16 534) | (13 908) |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 29 462 | 23 532 | 33 742 | 24 481 |

Tabell B.8: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2009

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/09 | 09/09 | 06/09 | 03/09 |
|--|-----------------|-----------------|------------------|---------------|
| Net income (loss) | (84 265) | (33 696) | (184 211) | 13 512 |
| (Income) loss from consolidated joint ventures attributable to noncontrolling interests | 136 | 476 | 450 | (297) |
| Net (income) loss attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 12 085 | 4 424 | 22 702 | (1 558) |
| Preferred dividends | (4 830) | (4 831) | (4 831) | (4 830) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | (76 874) | (33 627) | (165 890) | 6 827 |
| Depreciation and amortization of real estate | 37 271 | 38 071 | 37 713 | 40 566 |
| Gain on aquisition of hotel properties and sale of hotel properties | 511 | 0 | 0 | 0 |
| Non-cash gain on insurance settlements | (1 329) | 0 | 0 | 0 |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | (12 085) | (4 424) | (22 702) | 1 558 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | (52 506) | 20 | (150 879) | 48 951 |
| Adjustments | | | | |
| Dividends on convertible preferred stock (Series B-1) | 1 043 | 1 043 | 1 043 | 1 042 |
| Write-off of loan costs and exit fees | 1 111 | 0 | 0 | (930) |
| Other impairment charges | 58 735 | 19 816 | 140 327 | 0 |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | 17 616 | (5 525) | 37 723 | (18 032) |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 25 999 | 15 354 | 28 214 | 31 031 |

Tabell B.9: FFO og AFFO som rapportert i regnskap, 2008.

| FFO and Adjusted FFO (As-reported) | 12/08 | 09/08 | 06/08 | 03/08 |
|--|----------------|---------------|-----------------|---------------|
| Net income (loss) | 140 714 | 8 799 | (26 504) | 6 185 |
| Preferred dividends | (5 588) | (7 018) | (7 018) | (7 018) |
| Net income (loss) attributable to common stockholders | 135 126 | 1 781 | (33 522) | (833) |
| Depreciation and amortization of real estate | 40 441 | 44 609 | 41 443 | 45 298 |
| Gain on aquisition of hotel properties and sale of hotel properties | (40 199) | (1 411) | (6 015) | (889) |
| Net income (loss) attributable to redeemable noncontrolling interests in operating partnership | 15 771 | 856 | (2 225) | 631 |
| FFO available to common stockholders and OP unitholders | 151 139 | 45 835 | (319) | 44 207 |
| Adjustments | | | | |
| Dividends on convertible preferred stock (Series B-1) | 1 043 | 1 564 | 1 564 | 1 564 |
| Write-off of loan costs and exit fees | 789 | 1 354 | 515 | (1 862) |
| Other impairment charges | 5 461 | | | |
| Other (income) expense | 582 | | | |
| Unrealized (gain) loss on derivatives | (118 481) | (12 528) | 55 438 | (4 049) |
| Adjusted FFO available to common stockholders and OP unitholders | 40 533 | 36 225 | 57 198 | 39 860 |

Vedlegg C

Utrekning av Metode 2 og Metode 3

Tabell C.1. Utrekning av alternativ "justert FFO" Metode 2 – 5 år.

| Kvartal | Q1/08 | Q2/08 | Q3/08 | Q4/08 | Q1/09 | Q2/09 | Q3/09 | Q4/09 | Q1/10 | Q2/10 | Q3/10 | Q4/10 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Opprinnelig "justert FFO" | 39860 | 57198 | 36225 | 40533 | 31031 | 28214 | 15354 | 25999 | 24481 | 33742 | 23532 | 29462 |
| Ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 4 | -93 | -63 | 8 | 47 | -2 | -2 | -2 | 54 | 54 | 54 | 54 | 238 |
| Alternativ behandling justering 6 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 8 | | | | | | | | | 275 | 330 | 330 | 330 |
| Alternativ behandling justering 9 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 10 | | | | | | | | | | | | 350 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 15 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 16 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 21 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 22 | | | | | | | | | | | | |
| "justert FFO" Metode 2 - 5 år (sum) | 39953 | 57261 | 36217 | 40486 | 31033 | 28216 | 15356 | 25945 | 24152 | 33358 | 23148 | 28544 |
| | | | | | | | | | | | | |
| Kvartal | Q1/11 | Q2/11 | Q3/11 | Q4/11 | Q1/12 | Q2/12 | Q3/12 | Q4/12 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 | Q4/13 |
| Opprinnelig "justert FFO" | 32476 | 51557 | 32161 | 34930 | 23176 | 43985 | 26030 | 33262 | 29614 | 48147 | 24281 | 14208 |
| Reverserte ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 4 | 273 | 273 | 283 | 283 | 283 | 283 | 283 | 418 | 495 | 495 | 495 | 427 |
| Alternativ behandling justering 6 | | | | | | | | -14 | -14 | -14 | -14 | -11 |
| Alternativ behandling justering 8 | 330 | 337 | 358 | 342 | 342 | 342 | 342 | 342 | 342 | 342 | 342 | 226 |
| Alternativ behandling justering 9 | | | | | | | | | | 540 | 547 | 547 |
| Alternativ behandling justering 10 | 271 | 278 | 266 | 252 | 252 | 252 | 252 | 252 | 252 | 242 | 246 | 235 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 15 | | | | | 50 | 22 | 22 | 22 | 252 | 252 | 252 | 252 |
| Alternativ behandling justering 16 | | | | | | | | | | | | 216 |
| Alternativ behandling justering 21 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 22 | | | | | | | | 43 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| "justert FFO" Metode 2 - 5 år (sum) | 31601 | 50668 | 31255 | 34054 | 22250 | 43087 | 25132 | 32199 | 28243 | 46246 | 22369 | 12272 |

| Kvartal | Q1/14 | Q2/14 | Q3/14 | Q4/14 | Q1/15 | Q2/15 | Q3/15 | Q4/15 | Q1/16 | Q2/16 | Q3/16 | Q4/16 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Opprinnelig "justert FFO" | 24792 | 42269 | 27160 | 18030 | 34005 | 58371 | 40231 | 29793 | 40248 | 68009 | 45283 | 17979 |
| Reverserte ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | 306 | 306 |
| Alternativ behandling justering 4 | 507 | 482 | 874 | 874 | 1025 | 1025 | 1025 | 921 | 921 | 1026 | 1023 | 1361 |
| Alternativ behandling justering 6 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 | -29 | | | | |
| Alternativ behandling justering 8 | 226 | 226 | 226 | 226 | 226 | 226 | 226 | 226 | | | | |
| Alternativ behandling justering 9 | 494 | 470 | 448 | 427 | 406 | 387 | 369 | 406 | | | | |
| Alternativ behandling justering 10 | 235 | 216 | 232 | 220 | 234 | 506 | 579 | 590 | 571 | 564 | 575 | 564 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | 49 | 164 | 265 | 460 |
| Alternativ behandling justering 15 | 252 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 | 339 |
| Alternativ behandling justering 16 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 |
| Alternativ behandling justering 21 | | 13 | 13 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| Alternativ behandling justering 22 | 43 | 43 | 43 | 43 | 27 | 35 | 49 | 57 | 54 | 66 | 65 | 64 |
| "justert FFO" Metode 2 - 5 år (sum) | 22829 | 40275 | 24780 | 15681 | 31528 | 55633 | 37424 | 27054 | 38084 | 65620 | 42481 | 14655 |

Tabell C.2. Utregning av alternativ "justert FFO" Metode 2 – 3 år

| Kvartal | Q1/08 | Q2/08 | Q3/08 | Q4/08 | Q1/09 | Q2/09 | Q3/09 | Q4/09 | Q1/10 | Q2/10 | Q3/10 | Q4/10 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| "justert FFO" | 39860 | 57198 | 36225 | 40533 | 31031 | 28214 | 15354 | 25999 | 24481 | 33742 | 23532 | 29462 |
| Ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 4 | -155 | -99 | 22 | 86 | 1 | 1 | 1 | 93 | 93 | 93 | 93 | 387 |
| Alternativ behandling justering 6 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 8 | | | | | | | | | 458 | 535 | 535 | 535 |
| Alternativ behandling justering 9 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 10 | | | | | | | | | | | | 583 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 15 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 16 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 21 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 22 | | | | | | | | | | | | |
| "justert FFO" (Metode 2) - 3år | 40015 | 57297 | 36203 | 40447 | 31030 | 28213 | 15353 | 25906 | 23929 | 33114 | 22904 | 27957 |

| Kvartal | Q1/11 | Q2/11 | Q3/11 | Q4/11 | Q1/12 | Q2/12 | Q3/12 | Q4/12 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 | Q4/13 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| "justert FFO" | 32476 | 51557 | 32161 | 34930 | 23176 | 43985 | 26030 | 33262 | 29614 | 48147 | 24281 | 14208 |
| Ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 4 | 433 | 433 | 422 | 422 | 422 | 422 | 422 | 589 | 704 | 704 | 704 | 539 |
| Alternativ behandling justering 6 | | | | | | | | | | | | -23 |
| Alternativ behandling justering 8 | 535 | 479 | 502 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 189 |
| Alternativ behandling justering 9 | | | | | | | | | | 900 | 882 | 882 |
| Alternativ behandling justering 10 | 433 | 431 | 397 | 364 | 364 | 364 | 364 | 364 | 364 | 290 | 293 | 271 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 15 | | | | | 83 | 33 | 33 | 33 | 415 | 415 | 415 | 415 |
| Alternativ behandling justering 16 | | | | | | | | | | | | 359 |
| Alternativ behandling justering 21 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 22 | | | | | | | | 72 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| "justert FFO" (Metode 2) - 3år | 31075 | 50214 | 30840 | 33682 | 21845 | 42704 | 24749 | 31741 | 27597 | 45303 | 21452 | 11502 |
| Kvartal | Q1/14 | Q2/14 | Q3/14 | Q4/14 | Q1/15 | Q2/15 | Q3/15 | Q4/15 | Q1/16 | Q2/16 | Q3/16 | Q4/16 |
| "justert FFO" | 24792 | 42269 | 27160 | 18030 | 34005 | 58371 | 40231 | 29793 | 40248 | 68009 | 45283 | 17979 |
| Ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | 510 | 510 |
| Alternativ behandling justering 4 | 663 | 608 | 1251 | 1251 | 1440 | 1440 | 1440 | 1162 | 1162 | 1296 | 1269 | 1813 |
| Alternativ behandling justering 6 | -23 | -23 | -23 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -43 |
| Alternativ behandling justering 8 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | | | | |
| Alternativ behandling justering 9 | 737 | 678 | 623 | 573 | 527 | 485 | 447 | 502 | | | | |
| Alternativ behandling justering 10 | 271 | 233 | 258 | 237 | 259 | 710 | 814 | 813 | 763 | 735 | 739 | 707 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | 82 | 270 | 430 | 741 |
| Alternativ behandling justering 15 | 415 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 |
| Alternativ behandling justering 16 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | |
| Alternativ behandling justering 21 | | 21 | 21 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Alternativ behandling justering 22 | 72 | 72 | 72 | 72 | 23 | 37 | 60 | 72 | 66 | 86 | 81 | 79 |
| "justert FFO" (Metode 2) - 3år | 22107 | 39639 | 23917 | 14848 | 30708 | 54651 | 36422 | 26197 | 37317 | 64763 | 41395 | 13658 |

Tabell C.3. Utregning av alternativ "justert FFO" Metode 3

| Kvartal | Q1/08 | Q2/08 | Q3/08 | Q4/08 | Q1/09 | Q2/09 | Q3/09 | Q4/09 | Q1/10 | Q2/10 | Q3/10 | Q4/10 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| FFO | 44207 | -319 | 45835 | 151139 | 48951 | -150879 | 20 | -52506 | 37347 | 38353 | 22177 | -93826 |
| "justert FFO" | 39860 | 57198 | 36225 | 40533 | 31031 | 28214 | 15354 | 25999 | 24481 | 33742 | 23532 | 29462 |
| Ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 4 | -155 | -99 | 22 | 86 | 1 | 1 | 1 | 93 | 93 | 93 | 93 | 387 |
| Alternativ behandling justering 6 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 8 | | | | | | | | | 458 | 535 | 535 | 535 |
| Alternativ behandling justering 9 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 10 | | | | | | | | | | | | 583 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 15 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 16 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 21 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 22 | | | | | | | | | | | | |
| "justert FFO" (Metode 3) | 40015 | 57297 | 36203 | 40447 | 31030 | 28213 | 15353 | 25906 | 23929 | 33114 | 22904 | 27957 |
| | | | | | | | | | | | | |
| Kvartal | Q1/11 | Q2/11 | Q3/11 | Q4/11 | Q1/12 | Q2/12 | Q3/12 | Q4/12 | Q1/13 | Q2/13 | Q3/13 | Q4/13 |
| FFO | 65694 | -1446 | 1627 | 22969 | 13578 | 35847 | 15248 | 18215 | 18105 | 43168 | 21120 | 12888 |
| "justert FFO" | 32476 | 51557 | 32161 | 34930 | 23176 | 43985 | 26030 | 33262 | 29614 | 48147 | 24281 | 14208 |
| Ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 4 | 433 | 433 | 422 | 422 | 422 | 422 | 422 | 589 | 423 | 423 | 423 | 609 |
| Alternativ behandling justering 6 | | | | | | | | | | | | -23 |
| Alternativ behandling justering 8 | 535 | 479 | 502 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 | 189 |
| Alternativ behandling justering 9 | | | | | | | | | | 540 | 547 | 547 |
| Alternativ behandling justering 10 | 433 | 431 | 397 | 364 | 364 | 364 | 364 | 364 | 364 | 290 | 293 | 271 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 15 | | | | | 83 | 33 | 33 | 33 | 415 | 415 | 415 | 415 |
| Alternativ behandling justering 16 | | | | | | | | | | | | 359 |
| Alternativ behandling justering 21 | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 22 | | | | | | | | 72 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| "justert FFO" (Metode 3) | 31075 | 50214 | 30840 | 33682 | 21845 | 42704 | 24749 | 31741 | 27878 | 45945 | 22069 | 11767 |

| Kvartal | Q1/14 | Q2/14 | Q3/14 | Q4/14 | Q1/15 | Q2/15 | Q3/15 | Q4/15 | Q1/16 | Q2/16 | Q3/16 | Q4/16 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| FFO | 23981 | 27778 | 15953 | 17380 | 24575 | 30984 | 30951 | 26331 | 41988 | 63560 | 23546 | 438 |
| "justert FFO" | 24792 | 42269 | 27160 | 18030 | 34005 | 58371 | 40231 | 29793 | 40248 | 68009 | 45283 | 17979 |
| Ikke-relevante justeringer | | | | | | | | | | | | |
| Alternativ behandling justering 1 | | | | | | | | | | | 510 | 510 |
| Alternativ behandling justering 4 | 437 | 415 | 810 | 810 | 968 | 968 | 968 | 872 | 872 | 981 | 981 | 661 |
| Alternativ behandling justering 6 | -23 | -23 | -23 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -43 |
| Alternativ behandling justering 8 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | | | | |
| Alternativ behandling justering 9 | 494 | 470 | 448 | 427 | 406 | 646 | 594 | 636 | | | | |
| Alternativ behandling justering 10 | 271 | 233 | 258 | 237 | 259 | 426 | 503 | 517 | 502 | 499 | 513 | 505 |
| Alternativ behandling justering 14 | | | | | | | | | 82 | 195 | 182 | 208 |
| Alternativ behandling justering 15 | 415 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 |
| Alternativ behandling justering 16 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | 359 | |
| Alternativ behandling justering 21 | | 21 | 21 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Alternativ behandling justering 22 | 72 | 72 | 72 | 72 | 23 | 37 | 60 | 72 | 66 | 52 | 50 | 51 |
| "justert FFO" (Metode 3) | 22577 | 40039 | 24532 | 15435 | 31301 | 55247 | 37059 | 26647 | 37867 | 65424 | 42188 | 15573 |

Vedlegg D

Emisjoner i perioden 2006 til 2016

Tabell C.1: Dato for emisjoner og tilhørende aksjekurs i perioden 2006 til 2016.

| Dato (annonsering) | Antall aksjer | Emisjonskurs |
|--------------------|---------------|--------------|
| 19.07.06 | 13,0 M | \$11,40 |
| 18.04.07 | 42,5 M | \$11,75 |
| 14.12.10 | 7,5 M | \$9,65 |
| 29.06.11 | 7,0 M | \$12,50 |
| 20.06.13 | 11,0 M | \$12,00 |
| 08.04.14 | 7,5 M | \$10,70 |
| 29.01.15 | 9,5 M | \$10,65 |