

Investering i Næringseiendom

Rapport for Folketrygdfondet, høsten 2014

Utført av Akershus Eiendom AS



Innhold

1	Sammendrag	3
2	Bakgrunn	4
3	Næringseiendom: introduksjon.....	4
3.1	Innledning.....	4
3.2	Segmenter av næringseiendom	5
3.3	Eierforhold og eierfordeling	11
3.4	Bygge- og transaksjonsvolumer	14
4	Eiendomsverdier	17
4.1	Innledning.....	17
4.2	Verdivurdering av næringseiendom.....	18
4.3	Verdiendringer som følge av markedet: kort historikk	19
4.4	Årsaker til endring av markedsverdien	20
5	Nordiske markeder: nøkkelforskjeller	26
5.1	Sverige	26
5.2	Danmark	26
5.3	Finland	26
5.4	Suksessfaktorer og risiko.....	26
6	Næringseiendom som aktiva-klasse.....	27
6.1	Begreper	27
6.2	Avkastning og risiko.....	27
6.3	Likviditet for næringseiendom	34
7	Finansielle investorer, herunder Folketrygdfondet	36
7.1	Indirekte investering	36
7.2	Direkte investeringer.....	38
7.3	Investeringsstrategi: flere elementer	40
7.4	Evaluering av alternativer for Folketrygdfondet	41
7.5	Spesielle muligheter for Folketrygdfondet.....	43

1 Sammendrag

Næringseiendom er et samlebegrep på all eiendom som ikke benyttes som egen bolig. I Norge er rundt halvparten av all eiendom i denne kategorien, men store deler av det er sykehus, skoler, landbruksbygg og annet som man ikke i dagligtale regner som «næringseiendom». Betegnelsen har vanligvis omfattet eiendom som er utleid til kommersielle aktører, men dette er i ferd med å forandre seg, ettersom også skoler og helsebygg har blitt investeringsobjekter med vanlige leiekontrakter.

Næringseiendom er en heterogen og sammensatt gruppe av investeringsobjekter, der forskjellige segmenter har helt forskjellige tilbuds- og etterspørselsstrukturer, suksessfaktorer og eiergrupperinger. Eiendom er som kjent i stor grad en lokal industri med lave inngangsbarrierer, og for de mest kommersialiserte segmenter har man svært mange store og små aktører.

Nøkkelen for å skape verdier i næringseiendom er normalt sett å drive eiendommen rasjonelt og effektivt, og utføre grundig og målrettet utviklings- og utleiarbeid. Verdiøkning på en eiendom knyttes vanligvis til signering av leiekontrakter, ettersom det i mange segmenter er større tilbud enn etterspørsel; dette gjelder spesielt i nybygg-markedene. Sentralt beliggende eiendom i de største byene har imidlertid hatt en positiv verdiutvikling de siste fire-fem årene som følge av et godt utleiemarked.

Som investeringsobjekt har næringseiendom en lang historie, men det er først i de senere år at man har opplevd fokus fra et bredt spekter av finansielle investorer, og man har parallelt fått bedre statistikker og større transparens i markedene. Mange eiendomsfond opprettet i perioden 2004-2007 tiltrakk seg store og små private og institusjonelle investorer, men mange av disse tapte store verdier, noe som har kan ha redusert mange investorers appetitt for slike investeringer. De aller fleste aktører som driver seriøst i bransjen har på den annen side stort sett klart seg bra siden 90-tallet, og de færreste har hatt særlig problemer med ledighet eller leietaker-konkurser de siste åtte årene.

En institusjonell investor som vurderer å investere i næringseiendom, gjør riktig i å gå i markedet med forsiktige skritt, da de typiske aktiva er preget av lav likviditet, og investor bør ha et langsiktig perspektiv og solid kompetanse. Et viktig element er å knytte til seg erfarent personell for å sikre faglig styrke. Man bør vurdere mulighetene for å inngå partnerskap med etablerte eiendomsselskaper med mange eiendommer i lavrisikosegmenter. Folketrygdfondet har spesielle fortrinn i dette henseende, ikke ulikt hva NBIM har opplevd i sine eiendomsinvesteringer; man vil være en foretrukket partner for seriøse selskaper.

Dersom Folketrygdfondet skal investere i næringseiendom, er det vår anbefaling at man, etter å ha etablert et lite og kompetent fagmiljø innen eiendom i organisasjonen, sikter mot en modell der man samarbeider med egnede partnere. I tillegg synes det som direkteinvestering i sentral høykvalitetseiendom i de store byene er et naturlig valg, ettersom det er et segment med høy likviditet og tradisjonelt lav risiko. I tillegg har Folketrygdfondet en god mulighet til å bruke sin unike soliditet og størrelse til å inngå samarbeid med kommuner for utvikling av kommunal eiendomsinfrastruktur.

2 Bakgrunn

Denne rapporten er utarbeidet på oppdrag fra Folketrygdfondet høsten 2014, og beskriver markedsforholdene for unoterte investeringer i norsk næringseiendom. Bakgrunnen er at Finansdepartementet ønsker å vurdere om mandatet for Folketrygdfondets (FTF) forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN) bør utvides til å inkludere unoterte investeringer som eiendom og infrastruktur, og har den anledning bedt FTF om å bidra med analyser og vurderinger.

Som ledd i saksforberedelsen har FTF bedt Akershus Eiendom om å utarbeide denne rapporten, som skal beskrive fundamentale forhold i markedet, samt historikk, verdiutvikling, begreper og prosesser som er grunnleggende viktige å kjenne til for investorer. Hovedfokus er markedet i Norge, men hovedtrekk ved eiendomsmarkedene i de øvrige nordiske landene omtales der det er naturlig.

Rapportens format og innhold er diskutert og tilpasset Folketrygdfondets ønsker og behov, og den er utarbeidet av analyseavdelingen i Akershus Eiendom AS. Et stort utvalg av statistikker og erfaringer frem til starten av september 2014 er inkludert i rapporten.

3 Næringseiendom: introduksjon

3.1 Innledning

Næringseiendom er, i sin enkleste form, all eiendom som brukes til noe annet enn eierens egen bolig eller fritidseiendom. I prinsippet er alt som kan leies ut, og uansett alt som benyttes til annet enn bolig, eiendom som kan betegnes som «benyttet til næringsformål». I en mer vanlig oppfatning er det eiendom som benyttes av offentlig og privat næringsliv. Denne definisjonen er litt smal, da det også kan diskuteres om bolig- og hytteutleie skal gå inn under definisjonen. Både privatpersoner og organisasjoner/bedrifter kan leie hytte og bolig; i offentlige statistikker behandles ikke dette alltid likt.

I denne rapporten vil vi bruke den brede definisjonen, men vi vil fokusere på de segmenter som er mest aktuelle og tilgjengelige for større investorer.

Det eksisterer ikke noe samlet register over næringseiendom i Norge. Til en viss grad kan man benytte de forskjellige kommuners grunnbøker og eiendomsregistre, men dette gir (etter vår erfaring) ikke noe komplett bilde. Av typiske problemer med å "definere" næringseiendom kan nevnes:

- Arealtyper innenfor bygg. Et bygg som er definert som "forretningsbygg" kan inneholde forskjellige arealer, som butikk, kontor, produksjon, kaldt/isolert lager, kantine, parkering, mørk kjeller, eller til og med bolig, og dette kan man ikke alltid se ut fra offentlige registre.
- Hva slags virksomhet som bruker bygg, på et gitt tidspunkt og over tid. Et kontorbygg kan overtas av en høyskole, og selv om det ikke gjøres noen fysiske endringer, vil bygget nå være «skolebygg», selv om det ikke ble oppført som det i utgangspunktet, og vice versa.

En vanlig leiekontrakt for næringseiendom er som følger:

- Varigheten er alt fra 1 til 20 år, selv om 5- og 10-års kontrakter er mest vanlige.
- Normalt sett er leien fast i perioden, men justeres én gang i året med KPI.
- Møbler, strøm og renhold må leietaker sørge for selv.
- Felleskostnader er en separat komponent som inkluderer drift av fellesarealer inne og ute, vakthold med mer.
- Eier skal nesten alltid sørge for eiendommens ytre vedlikehold, men indre vedlikehold faktureres noen ganger leietaker. Utskiftning av tekniske anlegg er nesten alltid eiers ansvar.

Det finnes unntak fra alt dette, men de siste 10 årene er de aller fleste leiekontrakter inngått på ganske standardiserte formater.

3.2 Segmenter av næringseiendom

Næringseiendom er et ganske sammensatt marked, der store segmenter har ganske forskjellige betingelser og karakteristika. De følgende kapitler vil gå gjennom de viktigste segmenter av næringseiendom og diskutere typiske særtrekk ved dem. Deretter vil volumer og eierstruktur, der sammenligning er relevant, diskuteres mer inngående.

3.2.1 Kontor

Kontorbygg er ikke den største gruppen av næringsbygg, men det er det mest uniforme og generiske segmentet av en viss størrelse, og det er der det er størst mulighet for investorer, ettersom store deler av markedet for det første er privatisert, og for det andre i svært stor grad eies av andre enn de som benytter det. Å eie kontorbygg er svært lav prioritet for de aller fleste private bedrifter og for en stigende andel av offentlige aktører i Norge.

Kontorbygg er ikke mangelvare (på mellomlang sikt) noen steder i landet. Dette er primært fordi det er den letteste (og minst konfliktskapende) gruppen næringsbygg å regulere tomter til, og alle kommuner ønsker seg kontorarbeidsplasser. Ettersom de fleste norske byer inneholder nedlagte industriområder, er det også mange tilgjengelige tomter med god beliggenhet. Kun sentralt i de fire største byene får man derfor leienivåer som "gir verdi" i særlig grad utover byggekostnadene, i praksis leienivåer særlig over 2.000 kr/m²/år.

Kontorbygg kan, som boliger, bli mangelvare i en periode med sterk vekst (dette har man i det siste sett eksempler på i Tromsø, på grunn av olje-utbyggingen i landsdelen) og dette kan medføre en rask leie- og verdistigning i den aktuelle perioden. I noen tilfeller kan dette holde seg, som i Stavanger sentrum, mens i andre kan det være risiko for verditap når flere eiendomsutviklere setter nye bygg i produksjon.

Et mindretall av kontorbrukere eier sine egne bygg; dette er gjerne tilfelle med administrasjons- og rådhusbygg i kommunene, selv om større kommuner gjerne er leietakere i privateide bygg for deler av administrasjonen. Av private eller halvstatlige bedrifter er det stadig færre som eier sine egne

kontorbygg. En del brukere gjør en «sale-leaseback» hvor de selger et bygg de eier selv, eller nettopp har fått kjøpt eller oppført, med lang kontrakt med seg selv, slik at man kapitaliserer på den sikkerhet egen leieutgift måles til.

Kontorbygg har mange lokale eiere i mindre markeder, og også i de største markedene er det relativt sett lite eierkonsentrasjon.

3.2.2 Handel

Handel er et stort og sammensatt segment, med store interne ulikheter. De viktigste del-segmentene er som følger:

- Kjøpesentre. På grunn av statlig og lokal regulering av handel, spesielt bilbasert, er kjøpesentre et svakt voksende antall, og de som finnes i dag er ettertraktet hvis de har en solid markedsposisjon og lite konkurranse. Mange større kjøpesentre har blitt utvidet de siste årene, delvis som en følge av problemene med å opprette nye. Kjøpesentersegmentet er preget av eierkonsentrasjon og stadige investeringer. Eierkonsentrasjonen er størst for de store sentrene, mens de mindre sentrene har noe større innslag av lokale eiere, selv om enkelte landsdekkende aktører spesialiserer seg på mindre sentre.
- Storhandelsboks. Dette er en vanlig betegnelse på store (delvis frittstående, fysisk sett) butikker, stort sett leid på lange kontrakter av større kjede-aktører. Dette segmentet har blitt større de siste årene, og de mest attraktive objektene ligger innenfor mer eller mindre definerte "handelsparker" som noen ganger inkluderer et kjøpesentre. Også her er eierkonsentrasjonen ganske stor, mest fordi det er et nytt segment i norsk målestokk.
- Dagligvare. Dette er en miniatyrversjon av det ovenstående del-segmentet, og består i Norge for en stor del av lokaler med lange leiekontrakter med en av de største dagligvarekjedene; dette anses ofte som svært sikre kontantstrømmer. Noen kjeder eier storparten av disse lokalene selv, mens andre, for eksempel Rema, har solgt det meste.
- "High-street" retail. Dette er handelslokaler i sentrale bystrøk, i praksis bare i de fire største byene i landet, og mange vil si kun i Oslo. Dette er lokaler i noen få handlegater der butikkene kan forvente høy omsetning. I Oslo har dette segmentet hatt en solid økning i leienivået de siste årene; fortrinnet til segmentet er at tilgangen på nye arealer er svært lav. I mindre byer er segmentet langt mindre attraktivt, og det er gjerne høyere ledighet og «gjennomtrekk» av leietakere.
- Småbutikker er "all annen handel" og er i liten grad fokus for større investorer. Med fremveksten av kjøpesentre har omsetningen falt på alle "gate"-beliggenheter unntatt de mest sentrale, og det er leietakers marked og høy ledighet, og svært spredt eierskap.

Mange leiekontrakter i handelssegmentet har en leie som helt eller delvis er avhengig av leietakerens omsetning i butikken; dette kalles omsetningsleie.

Generelt har noen leietakere (primært de store kjedene som benytter stort areal, som H&M) større makt i dette segmentet enn leietakere har i kontor, mens de fleste andre mindre leietakere har mindre makt i populære områder eller kjøpesentre.

3.2.3 Lager/logistikk

Moderne «stor»-logistikk er et velutviklet segment med et begrenset antall profesjonelle leietakere; en stor del av dette markedet ligger i Stor-Oslo-området, i prinsippet langs E6 fra Vestby i sør til Gardermoen i nord. Byggene er relativt ukompliserte å sette opp, og det finnes mange tomter med gode beliggenheter i forhold til veinettet.

Lager/logistikk i mindre bygg er et segment med færre nybygg og gjerne større konkurranse, spesielt mellom eldre industribygg. Her er markedet svært forskjellig ut fra hvor mye næringsvirksomhet som foregår i området.

3.2.4 Industri/produksjonsbygg

Industriell produksjon i Norge utføres i dag på langt mindre areal enn tidligere, og byggene er gjerne svært spesialiserte. Byggene er nesten alltid verd mye mindre (om de skulle bli solgt tomme) enn det de kostet å sette opp. Bygg med lange kontrakter er interessante for investorer, og da vil leietakers soliditet og bransjerisiko, sammen med en forsiktig vurdering av byggets verdi etter endt kontraktsløpetid, være viktig i prissettingen.

Norske syndikater og fond har i de senere år investert i industribygg som kjennetegnes ved at de nesten alltid har svært lang leiekontrakt, dvs. 20 år eller mer. Dette gir investorene en akseptabel avkastning selv om eiendommen synker mye i verdi gjennom kontraktperioden. I prinsippet vil et slikt avkastningsregnestykke gjerne inneholde null verdi av byggene etter endt løpetid, og likevel gi en avkastning som en finansiell investor kan leve med. Eksempler på slike eiendommer er Arcus' nye anlegg på Gjelleråsen og Schibsteds trykkeri i Nydalen.

3.2.5 Hotell

Hotellbransjen er et relativt spesialisert segment, ettersom et fåtall investorer og/eller eiere har en svært stor andel av eiendomsmassen, og nesten alt av nybygg. Noen få kjeder driver nesten alle nye hoteller som bygges, og eier en del selv. Små eier/driver-konstellasjoner finnes til en viss grad, men generelt har disse liten vekst og konsentrerer seg om nisjehoteller.

Selskapet som driver hotellet har vanligvis stor forhandlingsmakt, og når leiekontrakten nærmer seg slutten, vil det være en diskusjon om hvordan oppgraderingskostnader skal fordeles.

Tendensen de siste årene har vært at driver-aktørene har kjøpt mer hoteller der de selv har leiekontrakter. Bortsett fra slike oppkjøp har det vært lite omsetning i segmentet. Noen få eiendomsutviklere, som Wenaas, eier flere hoteller.

Hoteller møter, i likhet med kontor, ikke særlige regulatoriske hindringer – de fleste kommuner ønsker flere av dem og ser ikke noe problem i at nye hoteller utkonkurrerer gamle, slik de derimot ofte tenker når det gjelder handelssegmentet. Vi observerer at det egentlig bygges litt flere hoteller enn det er behov for, og at nye (eller ny-rehabiliterede) hoteller utkonkurrerer gamle.

3.2.6 Helse, skole og lignende formål

Helse- og skolebygg utgjør en betydelig andel av næringseiendom i Norge. Mange tenker ikke "næringseiendom" om sykehus, forsknings- og helsebygg. Dette har imidlertid endret seg de siste årene, og deler av Forskningsparken i Oslo og Romerike Helsebygg på Lillestrøm er gode eksempler på dette; de er i dag eid av private aktører, og har leiekontrakter og driftsavtaler med private og offentlige helseaktører. Både større og mindre private selskaper, samt syndikater, har dukket opp på eiersiden. Det er god grunn til å tro at dette vil fortsette, og at både brukere, helseaktører og eiendomsutviklere vil dra det videre. Dette kommer også av en forventet vekst i OPS-prosjekter der offentlige aktører har lettere for å binde seg til en leiekontrakt, enn til å skaffe nødvendig kapital for oppføring av bygg. Leiekontraktene er vanligvis utformet slik at eier av byggene ikke opplever leieforholdet som særlig mer komplisert enn kontorbygg, det vil si at leietaker har ansvar for formåls-spesifikke tekniske installasjoner og vedlikehold.

Når det gjelder det voksende markedet for sykehjem og omsorgsboliger, ser vi at noen mindre eiendomsselskaper søker å spesialisere seg på dette området og skape allianser med aktører som kan drive omsorgsvirksomhet, både kommunale og ideelle. Norske Helsehus AS er en aktør som både utvikler og driver omsorgsboliger, men som også utvikler vanlige boliger der det måtte passe. Vi har i andre tilfeller sett at ren boligutvikling er et «sideprodukt» som gjør utbygging av omsorgsboliger og sykehjem mer interessant for eiendomsutviklere.

Av skoler er det stort sett høyere utdanning som leier lokaler i det åpne markedet i dag, slik som Høyskolen i Oslo og Akershus, som leier et stort skole/kontor-kompleks sentralt i Oslo, eid av KLP Eiendom. Samme selskap kjøpte i 2013 et nytt skolebygg i Trondheim som også leies av en høyskole, da med 20-års leiekontrakt. Syndikater eier også enkelte slike, som lokaler i Fredrikstad leid av Høyskolen i Østfold.

Enkelte eiendomsaktører satser målrettet på å utvikle bygg for skoler; et eksempel på dette er Anthon B. Nilsen Eiendom som har blant annet har oppført lokaler for Westerdals skole på Vulkan-tomten litt nord for Oslo sentrum.

Det finnes også eksempler på grunnskoler som eies av investorer. Ettersom segmentet er såpass nytt som investeringsobjekt, finnes det få erfaringer med reforhandling og/eller rehabilitering ved utløp av kontraktene.

Barnehager, spesielt de som er privat drevet, kan være i et alminnelig leieforhold med private gårdeiere, og med lange kontrakter kan også deres bygg bli aktuelle investeringsobjekter. I august 2014 ble det gjort kjent at en portefølje med over 40 barnehagebygg ble kjøpt av Norlandia Care Group for 1,3 milliarder kroner.

En del av byggene nevnt i denne kategorien – spesielt enkelte helsehus og noen bygg for høyere utdanning – har fysisk utforming som skiller seg lite fra standard kontorbygg; vi velger imidlertid her å definere eiendomstypen ut fra faktisk bruk og leietaker, men man bør være klar over at grensene kan være flytende og at noen bygg lett kan konverteres fra det ene til det andre.

3.2.7 Boligutleie

Boligutleie er tradisjonelt ikke fokus for næringseiendom, og har i liten grad vært tema for større norske investorer. Dette er et særnorsk fenomen, og er sannsynligvis knyttet til at ca 77% av norske husholdninger eier sin egen bolig (2011-tall, SSB). Utleieboliger eksisterer i størst grad i de større byene og i dyre strøk; i Frogner bydel i Oslo er nesten 40% av boligene enten utleieboliger eller sekundærboliger (2013). En overraskende stor andel (23% i 2001) leies ut til personer som er i slekt med huseier. Ca. 20% av det samlede norske boligutleiemarkedet betegnes per 2004 som profesjonelt («drift i næringsøyemed»), noe som skulle tilsi drøyt 110.000 boliger; vi opplever dette tallet som høyere i dag. Antallet blokkleiligheter utleid totalt er 147.000 (2011). Andelen utleieboliger er voksende, selv om det ikke finnes sikre statistikker; ifølge SSB steg antall «utleieboliger eller sekundærboliger» med 3,4% fra 2012 til 2013, noe som tilsvarer ca 35-40% av tilveksten/nybyggingen i boligmarkedet – et langt høyere tall enn den eksisterende andelen (23%) utleide boliger.

Avkastning på utleieboliger i de større byene er normalt sett mye lavere enn for næringsbygg, gjerne 4-5% av kjøpesummen. Dette har delvis bakgrunn i at kjøpere i større grad priser inn fortsatt boligprisvekst, men også i at det primært er boligkjøpere som vil bruke boligen selv, som driver prisene oppover.

Det er uvisst hvor stor andel av ferdigstilte nybygg som går direkte til leiemarkedet, og det eksisterer ikke et register over leiligheter som til enhver tid leies ut. Det er sannsynlig at etterspørselen er voksende, spesielt med tanke på at antall studenter øker, og når man vet at arbeidsinnvandring tilfører boligbehov, men lite investeringskapital. Leienivåene har imidlertid ikke økt nevneverdig de siste årene, noe som sannsynligvis skyldes at stadig flere småsparere velger utleieleiligheter som investeringsobjekt og at tilbudet har økt relativt mer i utleiemarkedet enn i selveiermarkedet (se avsnitt over). Avkastningen på slike investeringer har vært lav i form av leieinntekt, men høyere (6-10%) når man regner inn verdioppgang (men ikke beregner kapitalslit). Dessuten har lav ligningsverdi på boliger tradisjonelt vært en annen grunn til at private kjøper utleieboliger for formuesskattereduksjon; dette kan bli mindre aktuelt fremover med redusert formuesskatt.

Den største private aktøren vi kjenner til, er Fredensborg Eiendom AS, som eier 2.300 leiligheter; en undersøkelse gjort i 2012 nevner kun tre andre aktører som har 1.000 utleieenheter eller mer. De fleste større private aktører på dette markedet har selv rehabilitert eller videreutviklet boligene de leier ut. Den sterke konkurransen fra private utleiere er hovedårsaken til at det anses som mindre interessant for institusjonelle/profesjonelle investorer å kjøpe leiligheter eller hus for utleie. Dette kan endre seg i fremtiden, både på grunn av endrede skatteregler og/eller lavere boligprisvekst, selv om det ikke er tegn til det enda.

3.2.8 Mindre segmenter

Direkteutleie av grunn på korte leiekontrakter er ikke særlig vanlig som frittstående eiendom, men det finnes. Tomter med langsiktig festekontrakt er langt mer vanlig, og eksisterer som segment for enkelte investorer, det gir vanligvis lav avkastning (4-6%) på svært lange kontrakter.

Vi ser av og til transaksjoner som inneholder «smale» segmenter – som spesialiserte fabrikker, forbrenningsanlegg, dypvannskaier, hangarer, bygg til religiøse formål, kinoer og politi- og brannstasjoner – og det finnes få regler for å verdsette disse, annet enn at eiendommenes alternative utnyttelse, kontraktsløpetiden (i standardscenarioet der eiendommen selges med leiekontrakt) og leietakers soliditet betyr enda mer enn for mer vanlige eiendommer. I en del tilfeller vil leietaker av et spesialisert (og dyrt) bygg binde seg til et leienivå som reflekterer byggekostnadene, og for et re-utleie-scenario vil ikke dette være leienivået man kan forvente. På den annen side vil en slik leietaker normalt også i fremtiden ha et behov for en spesialisert eiendom med stort investeringsbehov, så leietaker og eier kan være gjensidig avhengige.

3.2.9 Infrastruktur

Infrastruktur er i prinsippet ikke «eiendom» - men vi har sett enkelte transaksjoner som ligger i grenseland, der en infrastruktur-komponent og en eiendomskomponent er tett bundet sammen, for eksempel et kaianlegg, en transformatorstasjon eller fjernvarmeanlegg. Verdsettelsen av dette kan være ganske likt næringseiendom; i de aller fleste tilfeller har infrastruktur svært lange leiekontrakter. Dette er et «smalt» faglig område og vi vil ikke gå dypere inn på det i denne rapporten.

3.3 Eierforhold og eierfordeling

3.3.1 Eiere av norsk næringseiendom

I tabellen under har vi illustrert de største eierne for hvert segment i Norge, og i tillegg gjort et grovt estimat på hvor stor andel av segmentet som eies av de 10 og 25 største eiendomsbesittere i det aktuelle segmentet – dette for å gi en best mulig illustrasjon av eierkonsentrasjonen. I tillegg gjør vi et grovt estimat av det offentlige rolle som eier i segmentene.

Segment	Noen av de største eiere (målt i eiendomsverdi)	Andel eid av de 10 største ikke-statlige eiere (målt i eiendomsverdi)	Andel eid av de 25 største ikke-statlige eiere (målt i eiendomsverdi)	Andel eid av stat og kommune	Andel eid av utenlandske aktører
Kontor	Entra Eiendom, Olav Thon, DNB Livsforsikring, KLP Eiendom, Storebrand Eiendom	15-20%	30-35%	20-30%	2-5%
Handel (kjøpesentre)	Amfi, Olav Thon, Klepierre (Steen & Strøm), Sektor Gruppen	60-70%	80-90%	0-5%	8-12%
Handel (øvrig)	Norgesgruppen, Reitangruppen, DNB Livsforsikring, Olav Thon, E.C. Dahls Eiendom	10-20%	20-30%	5-10%	0-2%
Logistikk	Storebrand Eiendom, Bulk Eiendom	20-25%	35-40%	5-10%	0-5%
Hotell	Wenaasgruppen, Choice, Eiendomsspar, Buchardt, Olav Thon	70-80%	85-95%	0%	0-5%
Industri	Raufoss Industripark, Hydro, Aker	15-20%	25-30%	5-10%	0-10%
Skole og helse	KLP Eiendom	5-10%	5-15%	85-95%	0-1%
Utleiebolig	Fredensborg Eiendom, Olav Thon, Ragde Eiendom, Frost Eiendom	2-5%	5-10%	2-5%	0-1%

3.3.2 Store eiere

De fleste store eierne (verdier på 1 milliard eller mer) av norsk eiendom er de samme som for 10 og 20 år siden, men det finnes unntak. En del store private aktører, gjerne med shipping-bakgrunn, har valgt å gå inn i bestemte segmenter. Enkelte utviklere har også jobbet seg opp ved å satse i riktig segment.

3.3.3 Mindre eiere – aktive utviklere

Inngangsbarrierene til næringseiendom i «småskala» er ganske lave, og det finnes derfor mange mindre aktører som driver noen få, mindre eiendommer. Noen av disse tar gradvis steget opp til å bli

større lokale eller regionale aktører, vanligvis gjennom utvikling og re-investering. Passivitet, uflaks med beliggenhetens utvikling, eller feil-investeringer kan på den annen side føre til at aktøren i verste fall går konkurs.

3.3.4 Mindre eiere – finansielle

Det er ikke uvanlig at enkeltpersoner eller familier med finansiell styrke – gjerne ut fra verdiskapning i shipping, industri og handel – søker å plassere kapital i næringseiendom, ut fra enten en tanke om å spre sine plasseringer, eller en oppfatning av aktiva-klassen som spesielt attraktiv. Før finanskrisen ble eiendomsfond markedsført til et bredt marked av forbrukere. Disse fondene har og hadde i hovedsak norske eiendommer, men også fond med bestemte utenlandske segmenter, eller med kombinasjon av norsk og utenlandsk eiendom, ble markedsført. Etter at de fleste av disse fondene tapte mye av verdien i 2008-09 er det igjen blitt et mye smalere utvalg av private finansielle investorer som setter penger i næringseiendom.

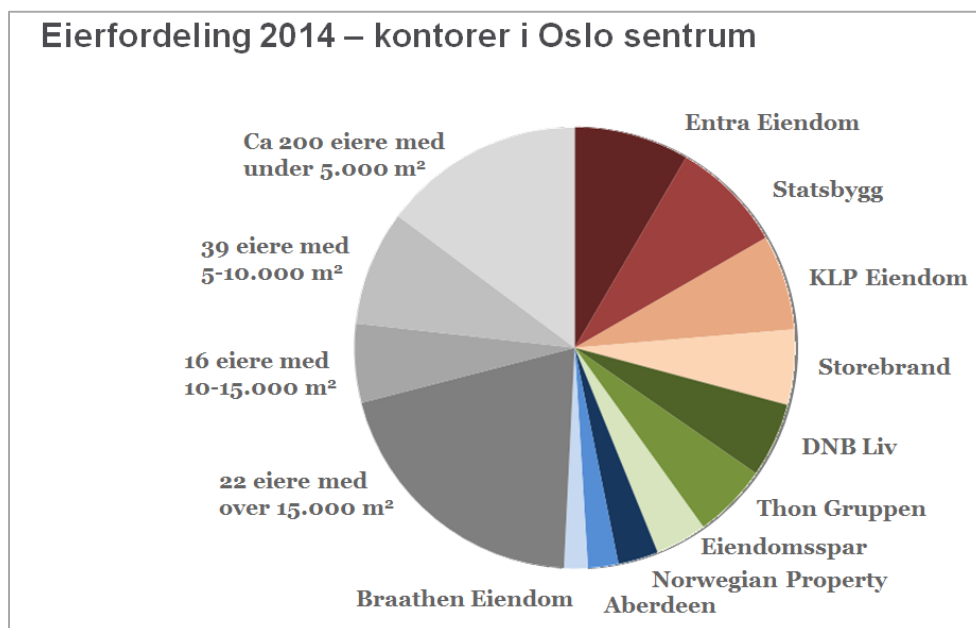
3.3.5 Eiere: Spesielle forhold i noen segmenter

Sentrumshandel i Oslo, i praksis langs Karl Johans gate og noen få kryssende gater, er et segment som er lite i areal, men klart høyest i landet på verdi per m². Noen få selskaper har klart å samle flere eiendommer i området, dette gjelder primært Søylen Eiendom, Eiendomsspar og Olav Thon; ellers er eierstrukturen ganske spredt, med en del eiere som har eid enkeltbygg gjennom flere generasjoner. Sentrumshandel i andre byer har gjerne noe av de samme karakteristika.

3.3.6 Eierfordeling: eksempler

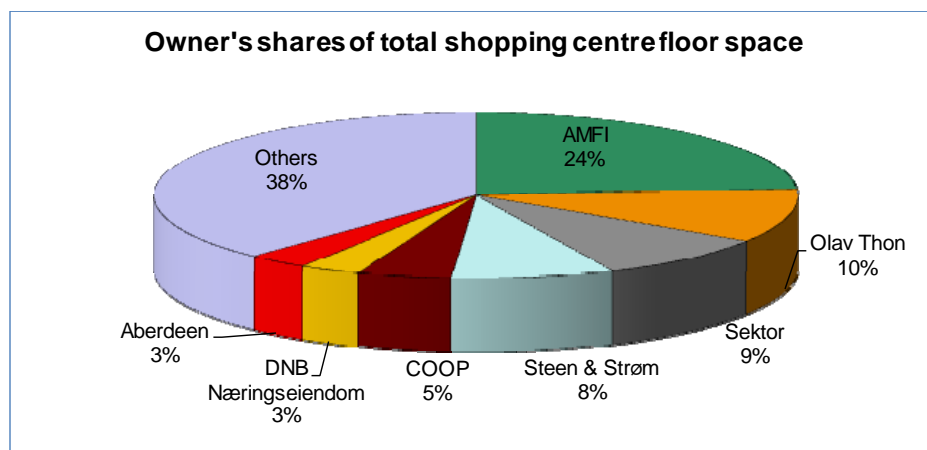
De følgende figurer viser noen eksempler på fordeling av eiendomsverdiene i noen segmenter/områder der vi har utført grundig kartlegging. De kan ses i sammenheng med tabellen over.

Den første viser Oslo sentrum, der ca. 3 millioner kvadratmeter kontor, verd ca. 120 mrd. kroner, eies av 300 forskjellige eiere. Fordelingen under er gitt ut fra den omtrentlige verdien av eiendommene.



I andre deler av Oslo, og i andre byer, er eierfordelingen svært annerledes, og største eier er gjerne en som ikke er blant topp ti i Oslo samlet sett. Måler man hele Oslo, har de 10 største eierne kun 1/3 av arealet, og mange av disse eierne er ikke i det hele tatt til stede i andre deler av landet.

Den neste viser norske kjøpesentre over hele landet, i praksis ca. 400 sentre som er registrert av Andhøy AS, og deres eierfordeling målt etter samlet salgsareal.

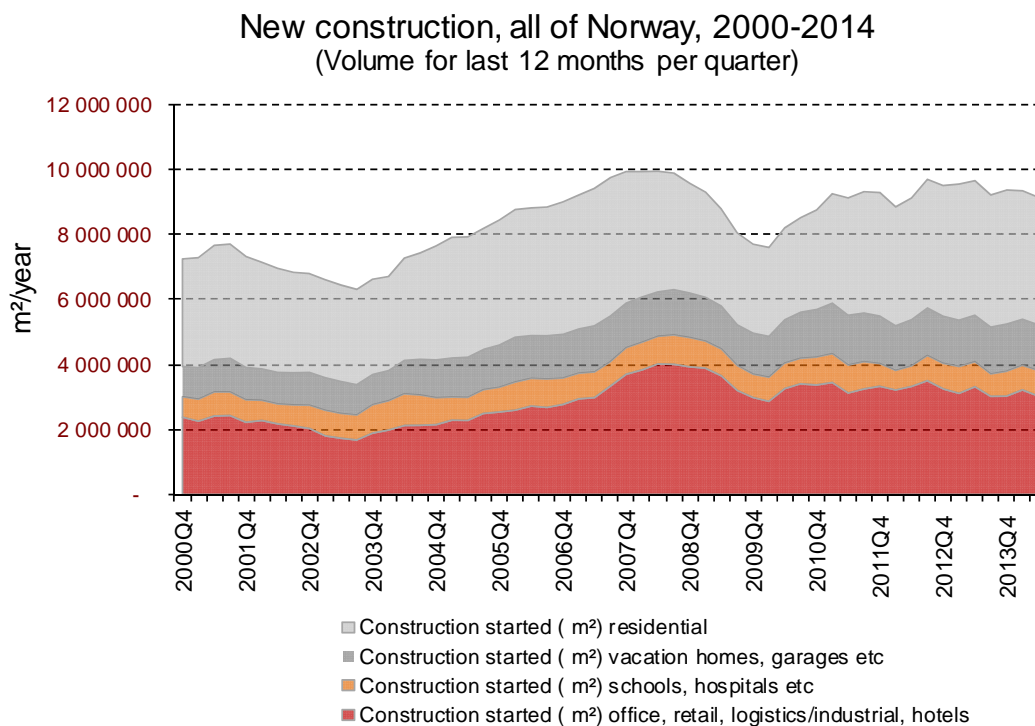


Dette viser at kjøpesenterbransjen i mye større grad domineres av landsdekkende eiere, og i mindre grad er preget av lokale aktører, da stordriftsfordelene er åpenbare både når det gjelder senterets størrelse og antall sentre i samme organisasjon. Handelsareal som ikke er i kjøpesentre er igjen helt annerledes fordelt, med mange små eiere.

3.4 Bygge- og transaksjonsvolumer

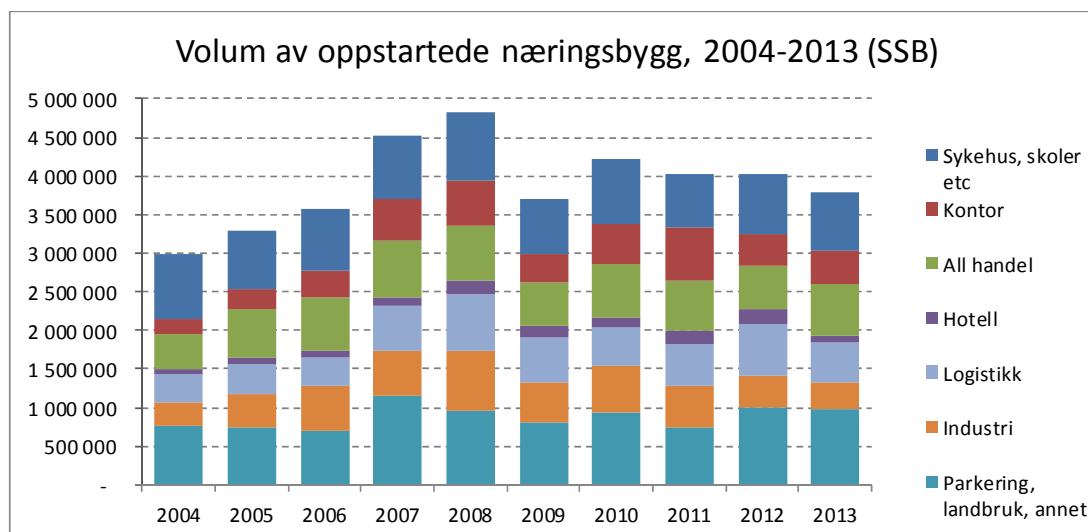
3.4.1 Byggevolument av segmenter 2004-2013

Grafen under viser byggevolument av all norsk eiendom de siste ti år:



Man kan merke seg at bolig, hytter og bolig-tilknyttede garasjer samlet utgjør et langt større volum av bygg enn alle segmenter av næringsbygg, og at volumet av de mest kommersielle grupper næringsbygg – kontor, logistikk, handel og hotell – i sum ikke utgjør mer enn 19% av samlet oppført antall kvadratmeter de siste 10 år.

Grafen under viser, mer detaljert, årlig produksjon av forskjellige segmenter av næringsbygg:

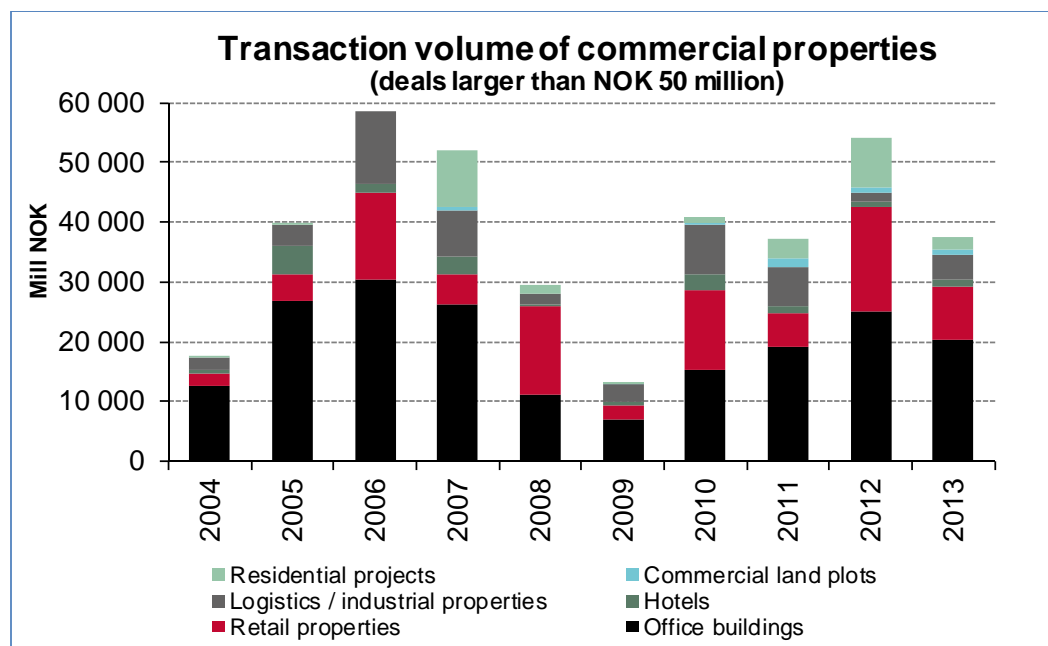


Nedturen i byggevolum etter finanskrisen er synlig i begge grafene, og man ser at byggeaktiviteten for næringsbygg samlet ikke har kommet opp på 2007-08-nivåer enda, i motsetning til boligbygging. Det er ellers verd å merke seg at nybygging er ujevnt fordelt i landet; ca. 1/3 av alle kontorkvadratmeter i landet i perioden 2000-2013 ble oppført i Oslo, og 1/3 i Stavanger, Bergen og Trondheim samlet.

Merk også at volumet av handelsarealer, som er det mest regulerte (i form av begrensede) segmentet har den mest stabile byggetakten etter de typisk offentlige segmentene, mens kontor- og industri/logistikk-volumene, som forventet, reagerte sterkest på finanskrisen. Det lave volumet av oppføring av kontorer i perioden 2004-2006 skyldes «etterdønninger» etter dot-com-krisen, som ga høy ledighet i kontormarkedet.

3.4.2 Omsetning av segmenter 2004-2013

Grafen under viser omsetning av større næringseiendommer per år, fordelt på hovedsegment.



Man kan se noen «bølger» av interesse for forskjellige segmenter gjennom årene, men dette er i større grad knyttet til store enkeltransaksjoner enn til faktisk segment-interesse fra investorer. Handel har en «enten-eller» profil i dette bildet, og det skyldes noen få transaksjoner av selskaper (Steen og Strøm, Sektor) eller store porteføljer av kjøpesentre. Dette er også tilfelle for boligutviklingstomter, der Fornebu Utvikling er med to ganger, i 2007 og 2012.

3.4.3 Nøkkeltall og begreper for segmentene

Den følgende tabellen viser relevante nøkkeltall for de viktigste segmenter av næringseiendom.

Segment	Omtrentlig størrelse, m2	Årlig tilvekst (snitt siste 10 år), m2	Ca. årlig omsetning (snitt siste 10 år) mrd. NOK	Typisk byggekost per m2	Typisk (ca gjennomsnittlig) verdi per m2	Maksimal verdi per m2
Kontor	25-30 mill.	435 000	19,0	20 000	25 000	85 000
Handel (kjøpesentre)	Ca. 4,2 mill.	635 000	9,0	20 000	35 000	150 000
Handel (øvrige)	>20 mill.			17 000	20 000	250 000
Logistikk	>30 mill.	525 000	3,5	8 000	10 000	20 000
Hotell	Ca. 2,5 mill.	125 000	1,5	30 000	35 000	60 000
Industri	>30 mill.	505 000	1,5	20 000	20 000	40 000
Skole og helse	> 40 mill.	795 000	<1	30 000	35 000	60 000
Utleiebolig	30-35 mill.	Ca. 1 mill.	N/A	30 000	40 000	150 000

Som man kan se har hvert segment ganske forskjellige betingelser. Både kontor og handel utgjør en større del av investeringsmarkedet enn deres respektive størrelser skulle tilsi, mens for sykehus og skoler er forholdet motsatt. De mest verdifulle arealene i landet er butikker langs Karl Johans gate i Oslo, men snitt-verdien av handelseiendommer (unntatt kjøpesentre) ikke ligger høyt over arealenes byggekostnader. Det er høyst sannsynlig en ikke ubetydelig omsetning av utleieboliger hvert år, men dette er vanskelig å skille ut fra selveiermarkedet.

4 Eiendomsverdier

4.1 Innledning

Eiendomsverdi er for næringseiendom normalt basert på kontantstrømmen i form av:

- Leieinntektene i overskuelig fremtid, kjent (kontraktsfestet) og forventet
- De løpende drifts- og vedlikeholdskostnadene (typisk 1-15% av leieinntektene, men det er ofte riktigere å bruke kostnader per m² basert på historiske erfaringstall)
- Kjente og/eller estimerte ombyggings- og/eller vedlikeholdskostnader for å holde eiendommen på dagens tekniske nivå
- Ombyggingskostnader som får konsekvenser for de to øverste størrelsene, og eventuelle endringer som følge av disse

Kontantstrømmen modelleres og diskonteres deretter med et avkastningskrav som reflekterer risikoen knyttet til alle størrelsene over, samt risiko og muligheter som stammer fra en mengde andre faktorer, hvorav beliggenhet er den viktigste og leietakerens kontraktsløpetid og soliditet den nest viktigste.

I tillegg til de ovennevnte kan man også beregne en markedsverdi på større utbygging/utvidelse av eiendommen – dette vil noen tolke som en spesialvariant av det siste punktet.

4.1.1 Markedsverdien

Markedsverdien er, som de aller fleste aktører vil definere det, prisen som en villig selger og en villig kjøper, med armlengdes avstand (full uavhengighet mellom de to), blir enige om. En del analytikere og meglere vil hevde at man trenger minst to budgivere for å få en ordentlig bekreftelse av markedsprisen. Man skal i verdsettelse ikke ta hensyn til spesielle forhold som for eksempel at eieren av nabobygget kan tenke seg å betale en ekstra høy pris, selv om dette av og til skjer. Markedsverdi skal formes av «den generelle investor som kan kjøpe hva som helst annet».

4.1.2 Den tekniske verdien

Teknisk verdi av en eiendom er normalt definert enten som verdien av bygningsmassen i kostnad for å sette det opp minus slit og elde. Begrepet gjenanskaffelsesverdi er også relevant. Disse størrelsene/begrepene er mest brukt for lignings- og forsikringsformål og er middels relevant for markedsverdi, selv om byggets kvalitet selvsagt spiller inn på investorers vurdering av markedspris.

4.2 Verdivurdering av næringseiendom

De aller fleste eiendomsaktører har et forhold til sine eiendommers sannsynlige salgsverdi – selv om noen er mest interessert i avkastning i form av leieinntekter, er det likevel kritisk for aktørens forbindelse til bankene at man har en forståelse av verdiene. I dette tilfellet er det markedsverdien som skal defineres, og det avgjøres i svært stor grad av om objektet lar seg leie ut, og om hvordan investorer vurderer risikoen og mulighetsrommet for den aktuelle eiendommen. Verdivurdering vil normalt settes opp som en beregning som inneholder alle elementene nevnt i innledningen til dette kapitlet.

Verdivurdering av næringseiendom er et spesialisert fagområde, delvis fordi hver eiendom har så mange særtrekk og fordi det finnes så få referansetransaksjoner; dette betyr at noen få aktører med stor innsikt i markedet (og som jevnlig gjør mange vurderinger) har et fortrinn. Verdivurderer skal i all hovedsak benytte referansetransaksjoner som grunnlag, og tolkning/dybdeanalyse av disse er en vesentlig del av jobben.

Mange eiendomsbesittere gjør verdivurdering helt eller delvis internt, selv om revisorer og lovgivning favoriserer eksterne vurderinger. De fleste eiendomsbesitteres vurderingsmåter kan kategoriseres som en av de tre følgende metoder:

- Metode 1: Alle eiendommer, eller alle over en viss størrelse/verdi (50 MNOK er en grense vi har sett flere ganger) vurderes av én til tre eksterne verdivurderere.
- Metode 2: Alle eiendommer (eller alle over en viss størrelse) vurderes av eksterne, men med forskjellige tidsintervaller ut fra hvor store de er eller om det har skjedd endringer på dem, eller om de anses som representative for et større utvalg eiendommer; resultatene benyttes til å ekstrapolere til verdivurderinger av øvrige eiendommer.
- Metode 3: En eller flere eksterne verdivurderere vurderer jevnlig noen eiendommer, og verdiene på disse avstemmes med de interne verdivurderinger, dette blir så brukt som en generell kvalitetskontroll.

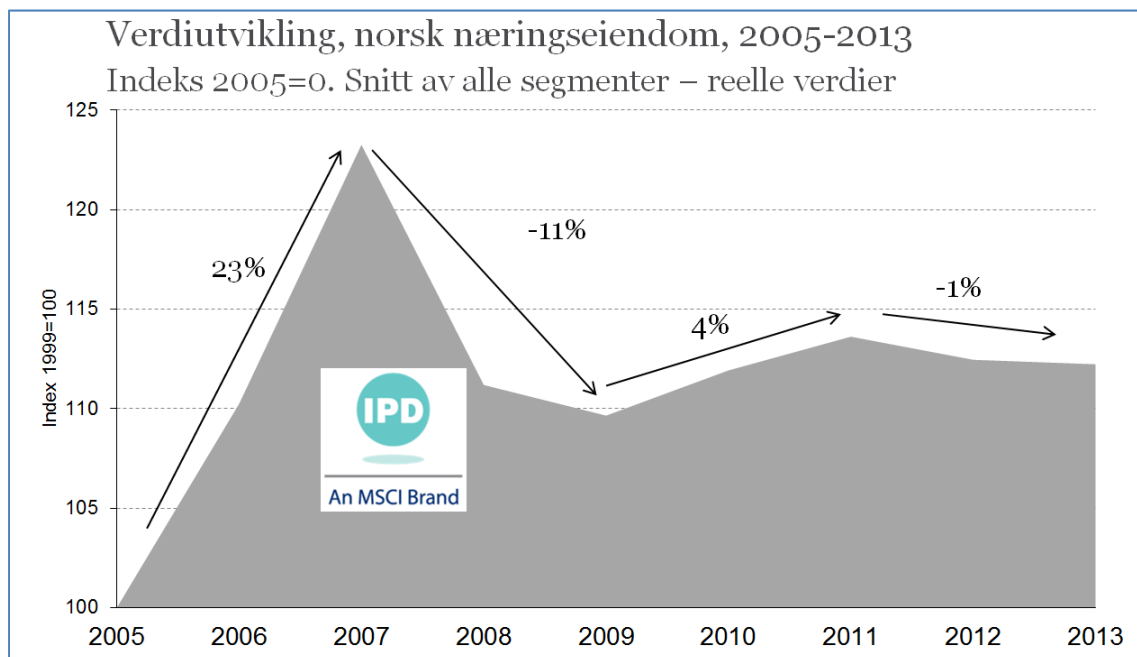
Dette er eksempler på større aktørers valg av verdivurdering:

- Entra Eiendom: Metode 1, kvartalsvis.
- De fleste eiendomsfond (Aberdeen, Storebrand Eiendomsfond, Fortin): Metode 1, kvartalsvis.
- Linstow Eiendom, Steen & Strøm, Oslo Areal (Gjensidige): Metode 1, halvårlig.
- Storebrand, DNB Næringseiendom: Metode 2, kvartalsvis.
- KLP Eiendom, Olav Thon, Eiendomsspar: Metode 3.

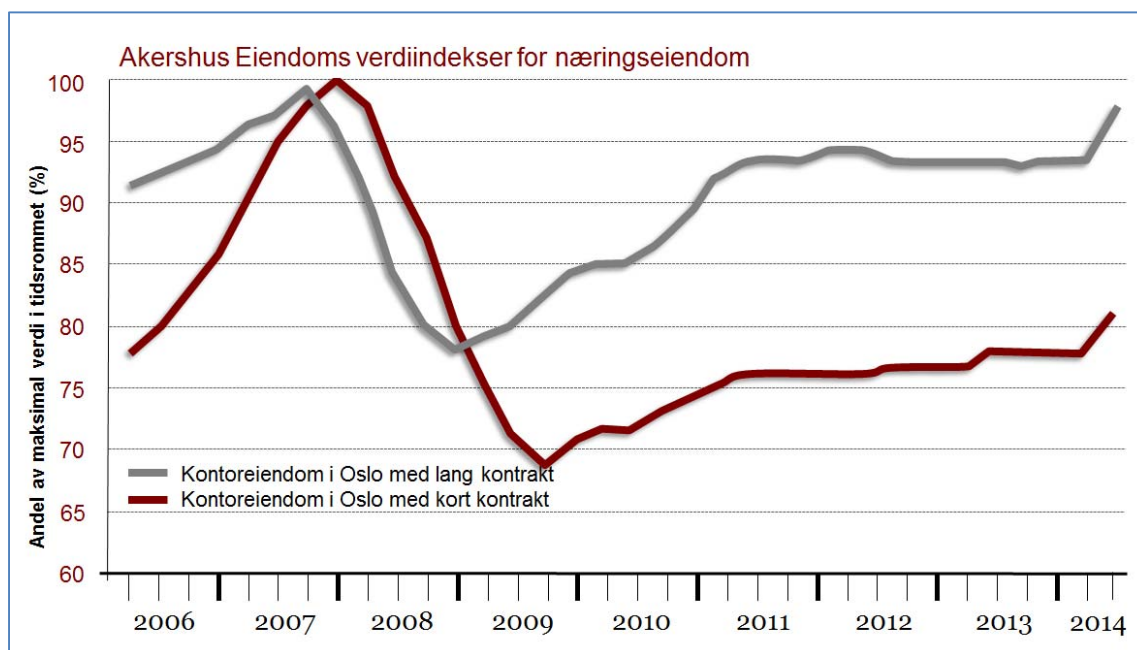
Noen få større aktører (Avantor er kanskje den største) er heleid av en privat eier som ikke har samme behov og/eller ønske om å få verdivurdering gjennomført av eksterne.

4.3 Verdiendringer som følge av markedet: kort historikk

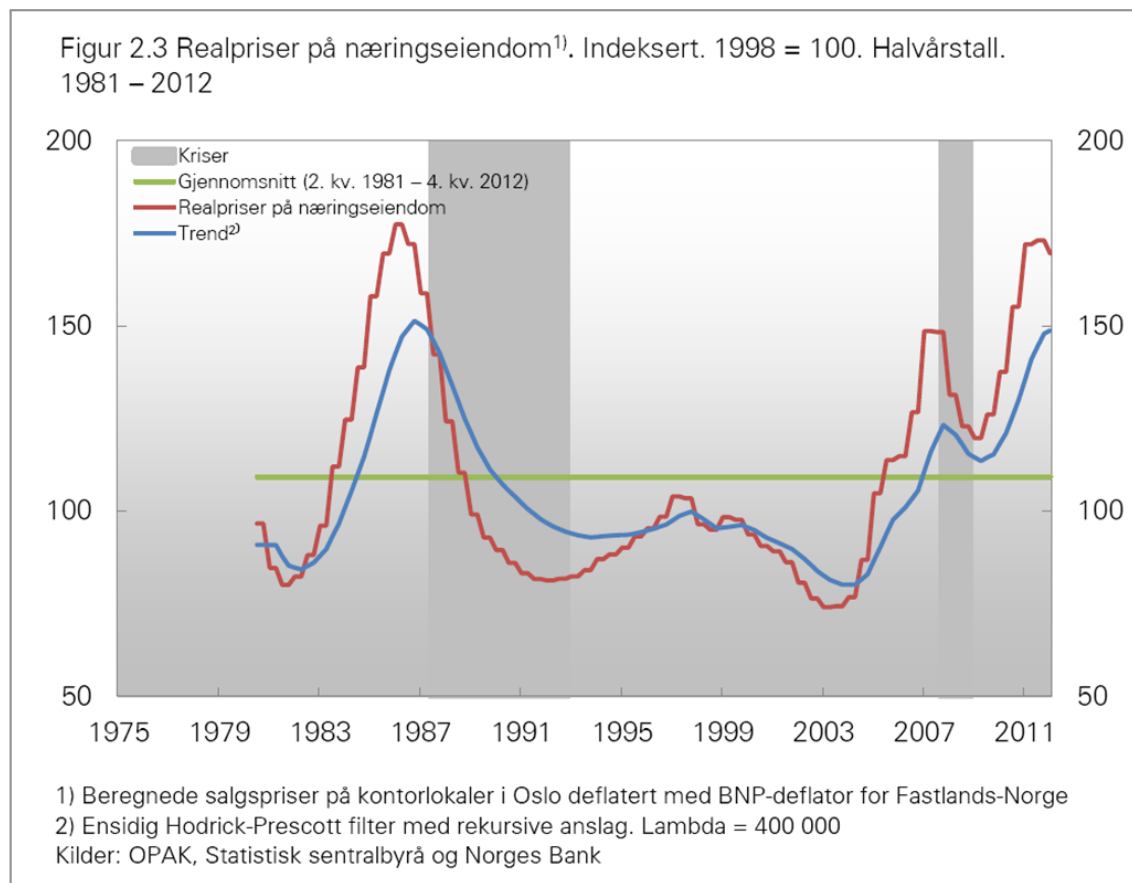
De følgende tre grafer er tre relativt etablerte statistikker som viser verdiutvikling for norsk næringseiendom.



Den første, vist over, er laget av IPD og uttrykker et snitt av alle norske næringseiendommer, uavhengig av segment. Investeringer i eiendommene er trukket fra. De samme eiendommene er med i alle år for denne statistikken. Både segmenter, sammensatte porteføljer og enkelte eiendommer følger kurver som er ulik denne, men som helhet representerer den et godt bilde på verdiutvikling, spesielt siden 2009.



Den neste, som vi utvikler selv, er en indeks for to «typiske» kontoreiendommer i Oslo (her inkluderes både sentrum og randsone). Den gir vår observerte verdiutvikling fra kvartal til kvartal på samme type bygg, men enkeltbygg følger ikke kurven over lengre tid, fordi de vil utsettes for slitasje, kortere kontraktsløpetid, utskiftning av leietagere og andre verdi-endrende hendelser over det lengre tidsrommet. Det er riktig å si at den øverste kurven påvirkes sterkest av finansielle betingelser, mens den nederste påvirkes i større grad av leiemarkedet.



Den ovenstående statistikk utvikles av OPAK, vist som den røde kurven i grafen over, og skiller seg fra de to foregående på den måten at den er en indeks for verdien av et helt nytt kontorbygg i Oslo sentrum, som nettopp er utleid, på det gitte tidspunkt. Segmentet er derfor enda smalere, og enkeltbygg følger derfor ikke kurven fra år til år i det hele tatt.

4.4 Årsaker til endring av markedsverdien

4.4.1 Verdiendring som følge av endrede rentenivåer

Dersom utlånsrentene stiger, vil det bli dyrere å låne penger til eiendomsinvesteringer, samtidig som sikrere plasseringer av kapital får høyere avkastning. Dette gir lavere verdier målt i forhold til forventet direkteavkastning. Når rentene faller gagnar dette de fleste investorer, og gjør dem i stand til å betale høyere priser. Årsakene til renteendringer kan ligge helt utenfor bransjens øvrige

utvikling, eller det kan være en del av et større bilde som påvirker eiendomsverdier også på andre måter.

4.4.2 Verdiendring som følge av endrede lånebetingelser

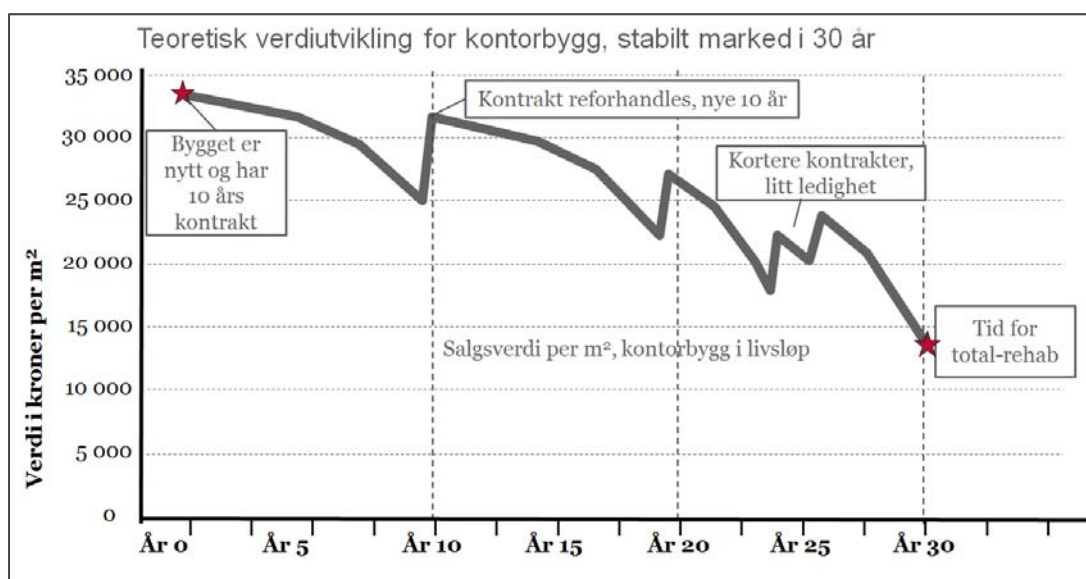
Dersom bankene samlet endrer sin holdning til næringseiendom, ved å kreve høyere marginer og egenkapitalandel for å gi lån til kjøp av eiendom, vil dette føre til at færre er i stand til å betale den prisen de gjorde før endringen. Effekten av dette går gjerne i takt med den neste faktoren, generelle markedsutsikter, fordi bankenes holdning til næringseiendom som låneobjekt til en viss grad går i takt med investorenes holdning og evne til å investere.

4.4.3 Verdiendring som følge av endrede markedsutsikter

Dette er hovedårsaken til verdioppgangen og –nedgangen i perioden 2005-2009, og også en tydelig illustrasjon av hvordan eiendomsmarkedet kan bevege seg i takt med aksjemarkedet generelt. Ettersom antall og andel ledige bygg gikk ned i 2003-2006, og leienivåene økte, fikk gårdeiere og nye investorer stor tro på fremtiden i form av stigende leienivåer og varig lav ledighet; dette stemningskiftet førte mange nye investorer til bransjen og dro verdiene opp.

4.4.4 Verdiendringer i eiendommens levetid som følge av kontraktsløpetid og slitasje

Eiendom er på en måte todelt som eiendel; På den ene siden har man tomten, som prinsipielt ikke forsvinner, og på den annen side bygget, som normalt forfaller i tilstand og verdi, og i praksis kan nedskrives til null over en viss periode; man kan tenke på det som et ”stedbundet” skip eller maskin. I et tenkt tilfelle vil man jevnlig søke å fjerne hele bygget og erstatte det med et nytt, fordi nye bygg vil være mer attraktivt på markedet enn et rehabilitert bygg. Grafen under viser hvordan dette kan være en riktig konklusjon.



Grafen illustrerer simulert markedsverdiutvikling for en tenkt eiendom i en 30-års-periode der både leienivåer, avkastningskrav og tomteverdier er uendret, og der det investeres minimalt i

eiendommen gjennom perioden. I dette simulerte tilfellet vil eiendommen prises ut fra to ting; dens fysiske tilstand, og løpetiden på kontrakten. Når eiendommen er ny, har den en 10-års leiekontrakt og er verd maksimalt. Verdien faller fordi færre investorer er interessert i bygg med korte leiekontrakter. Etter 10 år blir kontrakten reforhandlet til samme leienivå og verdien skyter i været, men ikke like høyt, bygget har nå 10 års slitasje og prises lavere. Etter nye 10 år mister man leiekontrakten, men får flere mindre leietakere med kortere kontrakter, og verdien faller både på grunn av dette og fordi alle tekniske anlegg, vinduer/dører og alt øvrig er modent for utskiftning, og leienivåene som følge av dette blir lavere. Etter omtrent 30 år får man ikke lenger leietakere uten å redusere leienivået drastisk, og man må da gjennomgå en totalrehabilitering – eller rive fullstendig. Verdien er nå på et lavt nivå, og de færreste aktører vil beholde eiendommen slik den står.

Bygget er slik sett en forbruksvare for leietakerne, som enten kan vedlikeholdes jevnlig eller fornyes med jevne mellomrom – i praksis er det vanskelig å unngå større rehabiliteringsprosjekter som krever at bygget står uten leietaker i minst et halvt år.

Grafen illustrerer ikke «markedssvingninger» - vi velger her å benytte et flatt/stabilt investor- og lånemarked gjennom 30 år, noe som ikke vil skje, men det er likevel viktig for å belyse hvordan eiendommens verdi «forvitrer» over tid. Illustrasjonen antar også uendret leienivå og tomteverdi i lang tid – og i de aller fleste lokalmarkeder for kontor, logistikk, industri, hotell, skole, helse og flere mindre segmenter, er dette faktisk tilfelle, i det langsiktige bildet. Grunnen er at tomtetilgangen og lokalmyndighetenes reguleringsvillighet gir nesten uendelig tilgang på næringsbygg; kun i korte perioder har man sett særlig endring i tomteverdi. Unntaket er sentrum i de fire største byene, og dette er spesielt tilfelle i Oslo, der tomt faktisk er mangelvare og både tomtepriser og leier kan oppleve større svingninger.

Det finnes andre unntak fra dette bildet: Dersom eiendommen har antikvarisk vern, eller andre begrensninger på endring av utforming, vil det vanligvis gi begrensninger på verdiutviklingspotensialet.

4.4.5 Verdiendring som følge av økte byggekostnader

I perioder der byggekostnadene stiger raskt (enten som følge av nye krav til bygg, eller som følge av stor etterspørsel etter entreprenører) vil eksisterende bygg få økte verdier, delvis via økning i forventede leiepriser. Dette er med på å forklare verdiveksten i 2005-2007 og delvis også nå i 2014, selv om vi ikke ser det som en «frittstående» årsak, men i stedet tett knyttet til generell økonomisk oppgang.

4.4.6 Verdiendring som følge av økte tomteverdier

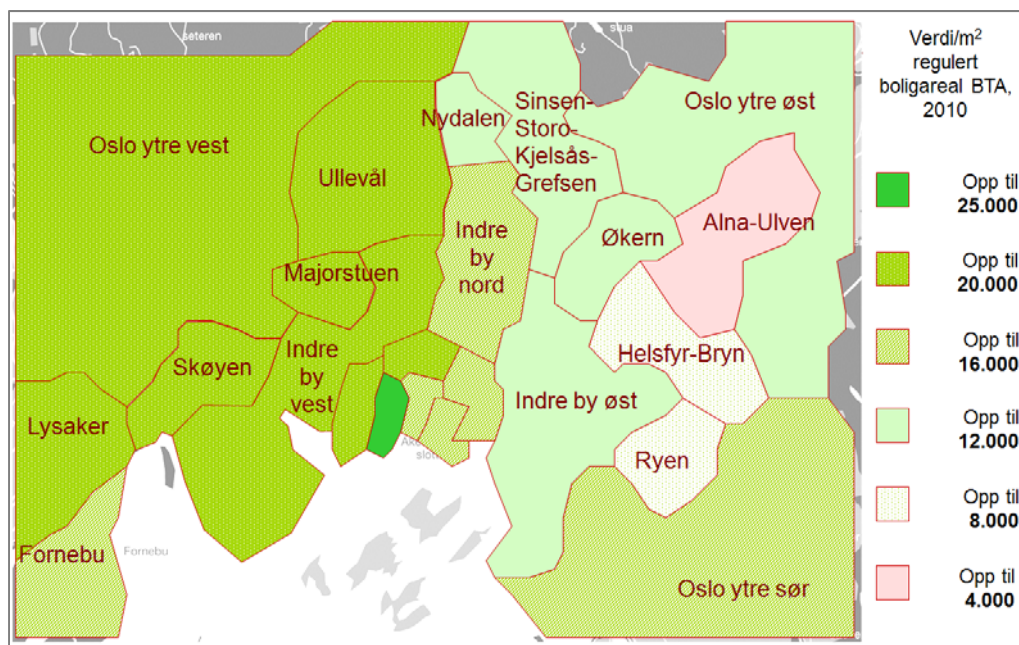
Dersom tomter i nærområdet til en eiendom endres i verdi, vil dette vanligvis ha direkte eller indirekte innvirkning på eiendommens verdi. Et eksempel har vært synlig i visse områder i Oslo de siste årene, der boligprisene har løftet tomteverdiene der boligutbygging er mulig, selv om det i dag står næringsbygg på eiendommene; utbyggingsverdien har da oversteget utleieverdien i dagens situasjon. Spesielt for eldre bygg har dette skjedd flere steder, for eksempel i søndre del av Nydalen.

Også enkelteiendommer i andre større byer i Norge har opplevd dette. Resultatet er at eiendommer med slitne bygg, som i utgangspunktet hadde en lav verdi, i slike tilfeller får en langt større verdistigning enn nabobygg som er i god stand og er fullt utleid.

Denne typen verdistigning er imidlertid noe som svært få eiendomsaktører var i stand til å gjøre planlagte investeringer for å få med seg, og er noe som sjelden vil være relevant for finansielle investorer. Da er det mer vanlig at økt utnyttelse til samme formål blir mulig på eiendommen, i form av endrede reguleringsbestemmelser; dette er nå i 2014 ganske aktuelt i knutepunkt-områder i Oslo.

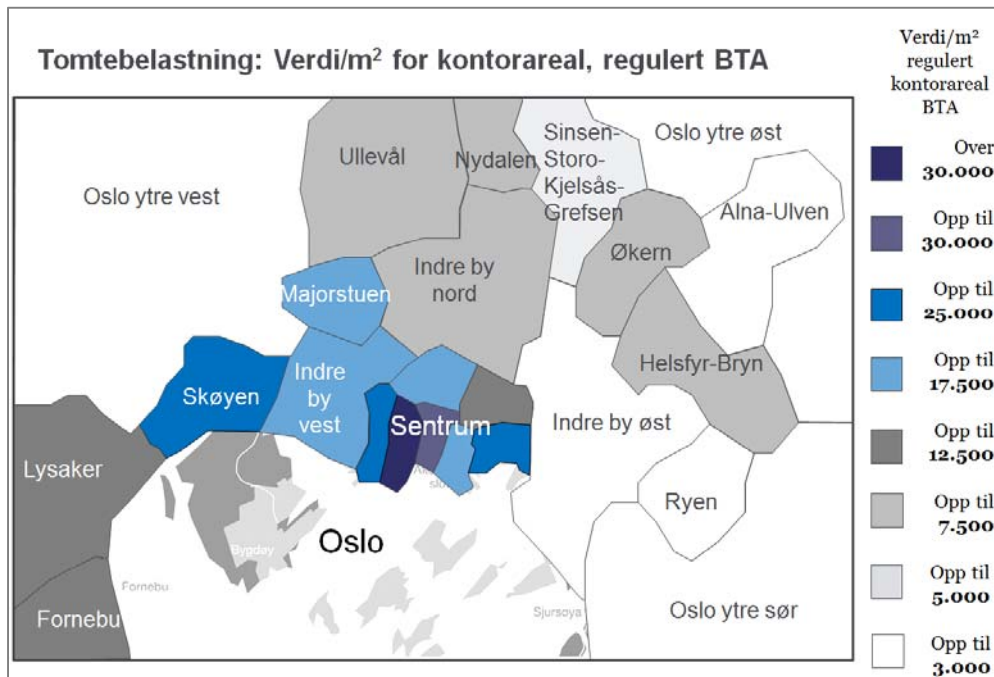
4.4.7 Utvikling i tomteverdier

Beliggenhet betyr som nevnt mye for eiendomsverdier, og dette illustreres best ved de store sprik man ser i boligpriser og tomtepriser (der man har bolig-regulering) i forskjellige deler av landet og rundt om i de store byene. Nedenfor er et forenklet kart over verdi for boligtomter i 2010 i Oslo.

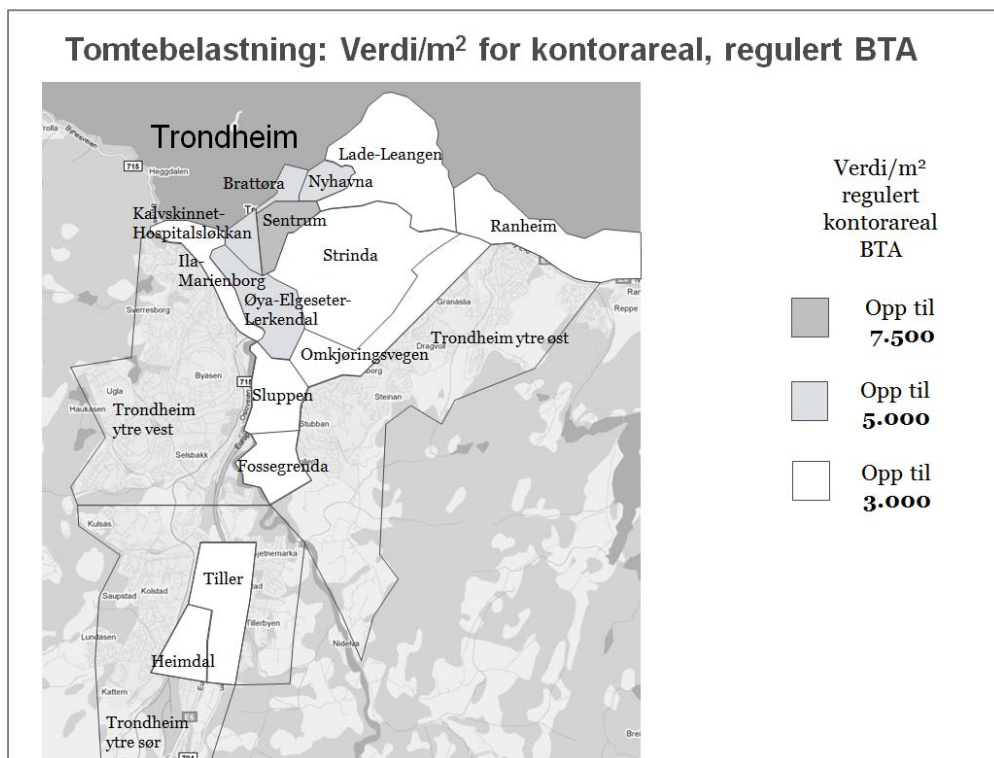


Det er viktig å understreke en del forbehold knyttet til dette kartet – spesielt fordi mikro-beliggenhet varierer veldig mye innenfor de aktuelle områdene. Verdiene av regulerte tomter har steget en del siden 2010, og enkeltområder har opplevd vekst høyere enn snittet, men kartet er ment å illustrere forskjellen mellom beliggenheter bare innenfor Oslo.

Verdier av tomt regulert for næringseiendom har ikke opplevd den samme veksten, med unntak av noen smale segmenter av sentrumsområder, og tomter regulert for handel der dette er attraktivt. Generelt er det god tilgang på tomter for kontor-, hotell- logistikk- og industribygg, og for offentlige formål. Mikrobeliggenhet kan likevel bety mye, som å være tett inntil en t-bane-stasjon eller lignende. Nedenfor følger et kart over verdier av regulert kontortomt i Oslo.



Et tilsvarende kart over Trondheim, vist nedenfor, synliggjør langt lavere nivåer, og dette er gjengs for nesten alle andre norske byer, primært fordi de fleste områder utenfor sentrum har mange nok næringstomter til å dekke behovet for kontor i mange år fremover.



4.4.8 Verdiendring for større kjøpesentre og topp-beliggende butikkhandel

Kjøpesentre har tradisjonelt hatt en leieinntektsutvikling som har gått i takt med omsetningen på senteret, og det var den første gruppen av eiendom som tok igjen verdifallet etter finanskrisen. En av grunnene til dette er et offentlig ønske om å begrense antall og volum av (spesielt bilbaserte) kjøpesentre. Dette favoriserer eiere av eksisterende sentre, og har ført til at segmentet har hatt et relativt stort antall strategiske oppkjøp med ganske høye priser, sett i forhold til løpende leie på kjøpstidspunktet.

Topp beliggende butikker er i enda større grad en «begrenset ressurs» i eiendomsmarkedet, og får mye oppmerksomhet selv om det dreier seg om ganske få kvadratmeter i det store bildet. I praksis gjelder det noen hundre meter med sentrumsgater i de fire-til-ti største byene, ettersom man har opplevd at selv i middelstore byer har sentrumshandelen tapt mye terreng til kjøpesentrene de siste tiårene.

Vi har sett at topp-beliggenhetene i Oslo, og da primært Karl Johans gate og de aller nærmeste delene av sidegatene, har fått økte leienivåer og stigende verdier de siste par tiårene, en utvikling vi ikke på samme måte har sett i noen andre byer. Årsaken til dette er delvis økt turisme og økt omsetning av luksusvarer, og delvis en «utstillingsvindu»-effekt som i praksis får noen kjede-aktører til å drive med underskudd, for å øke omsetningen på butikker andre steder.

4.4.9 Andre årsaker til endring i markedsverdi

Eiendommer som har spesiell beliggenhet i forhold til infrastruktur kan endre verdi dersom infrastrukturen legges om; dette gjelder gjerne bensinstasjoner og annet som er avhengig av tilgang til publikum via hovedveier, men det har også vist seg å være aktuelt i logistikkmarkedet, der tomter med kort kjøreavstand til hovedveinettet er høyt verdsatt.

Dersom det er gjort spesielle investeringer på eiendommen som er vanskelig eller dyrt å kopiere – som for eksempel en dypvannskai – vil eiendommen også ha spesielle faktorer som styrer verdien. Endring av landskapet vil ikke nedskrives i verdi i samme tempo som man ser med bygg.

Vernede eiendommer har gjerne lavere verdi enn eiendommer som ikke er vernet. Dette skyldes ikke bare at vernede eiendommer normalt er gamle og uhensiktsmessige i utformingen, men også at man står mye mindre fritt til å gjøre endringer slik man måtte ønske i forhold til å oppgradere eiendommen, for eksempel ved å skifte til større vinduer. Normalt er det primært fasadene som er pålagt endringsrestriksjoner, men i noen tilfeller er også hele eller deler av interiøret beskyttet mot endringer.

5 Nordiske markeder: nøkkelforskjeller

I de andre nordiske land er utleiemarkedet for bolig langt større – rundt 60% eier sin egen bolig i Sverige og Danmark, mot nesten 80% i Norge. Markedet er også i mye større grad preget av større profesjonelle utleieaktører, og store porteføljer er tilgjengelige for investorer.

Norske aktører eier en god del eiendom både i Sverige og Danmark. Dette gjelder først og fremst de store livselskapene DNB, Storebrand (gjennom sitt svenske livselskap SPP) og KLP, men også en del bransjeaktører (Eiendomsspar eier mange hoteller) og diverse mindre private selskaper.

5.1 Sverige

Sverige ansees som det mest likvide av de Nordiske markedene, og dette gjør det lettere og mer attraktivt for flere internasjonale investorer å operere i dette markedet. Omsetningsvolumet er langt større og ganske stabilt.

I forhold til Norge er det flere svenske byer som ansees å være av tilstrekkelig størrelse med et bredt innslag av variert industri/teknologi og en eiendomsinfrastruktur som er av god europeisk størrelse. Dette gjør investeringsuniverset for ikke-svenske aktører større og dypere, og risiko er lettere å forstå.

5.2 Danmark

Danmark har hatt en utvikling etter finanskrisen som er ganske mye svakere enn Norge, og spesielt boligmarkedet er blitt hardt rammet. Generelt oppfattes det som relativt vanskelig for ikke-danske eiendomsaktører å operere i Danmark, og det kan karakteriseres som et mer lukket marked.

5.3 Finland

Det finske markedet er mindre internasjonalsert enn de to andre, og svært få norske investorer har gjort fremstøt mot dette markedet.

5.4 Suksessfaktorer og risiko

Det er vår oppfatning at suksess i de øvrige Nordiske landene vil være avhengig av lokal tilstedeværelse, og hovedregelen er at all eiendomsvirksomhet er lokal. Det er mange eksempler på at direkteinvesteringer i eiendom fra norske investorer inn i våre naboland ikke har vært kronet med suksess. Det er mao. ikke å anbefale å gå til andre eiendomsmarkeder enn det norske før man har etablert seg som eiendomsinvestor.

6 Næringseiendom som aktiva-klasse

6.1 Begreper

I eiendomsbransjen benyttes normalt et omvendt P/E-begrep kalt yield, eller direkteavkastning, som er et viktig nøkkeltall ved transaksjoner eller verdivurderinger. Den vanligste forståelsen av dette er «netto normal-kontantstrøm i løpet av det nærmeste år» - i praksis løpende kontraktsleie minus et lite (2-15% av leie) standardisert kostnadselement. Yield er mest aktuelt for eiendommer med lange kontrakter og forutsigbare kostnader. Dersom eiendommen har ledighet, eller nært forestående større investeringer, er yield lite egnet til alene å angi verdien i forhold til leieinntektene.

Et element som er viktig å ha et forhold til, er at yield nesten alltid er et reelt tall – det vil si at kontantstrømmen forventes å inflasjonsjusteres årlig, fordi det vanligvis er fastsatt i leiekontrakten. Dersom yield er uforandret for en eiendom, stiger derfor verdien grovt sett med inflasjonen, dersom man ser bort fra slitasje.

6.2 Avkastning og risiko

6.2.1 Typer av avkastning på eiendom

Har man observert bransjen gjennom flere år, kan man grovt sett si at avkastning (positiv og negativ) for en utleid næringseiendom oppstår på følgende fire måter:

1. Avkastning i form av kontantstrøm fra løpende drift av eiendommen, med leieinntekt og (mindre) vedlikehold som største komponenter. I de aller fleste enkelt-år er dette den største avkastningskomponenten både for porteføljer og enkelteiendommer.
2. Avkastning i form av verdiendring forårsaket av hendelser på eiendommen – primært inngåelse av leiekontrakt og ofte (men ikke alltid) en tilhørende investering. Omregulering og større investeringer inngår også her, samt mer sjeldne hendelser som leietakers konkurs. Når man snakker om «verdiskapning» i næringseiendomsbransjen, handler det vanligvis om denne typen verdiendring.
3. Avkastning i form av verdiendring forårsaket av fysisk slitasje og reduksjon av kontraktsløpetid på eiendommen, dette er ensidig negativt men relativt forutsigbart, og er forklart og illustrert tydelig på side 21, for eksempel for de to første teoretiske 10-års-intervallene. Eier kan som hovedregel ikke hindre at dette skjer.
4. Avkastning i form av verdiendring forårsaket av markedet for eiendommen – primært markedsleie og prising av næringseiendommer generelt, men også lokale endringer som ny infrastruktur eller områdets popularitet, med andre ord hendelser som eier ikke kan påvirke. Flere undertyper av slike verdiendringer er nærmere beskrevet på sidene 19-23.

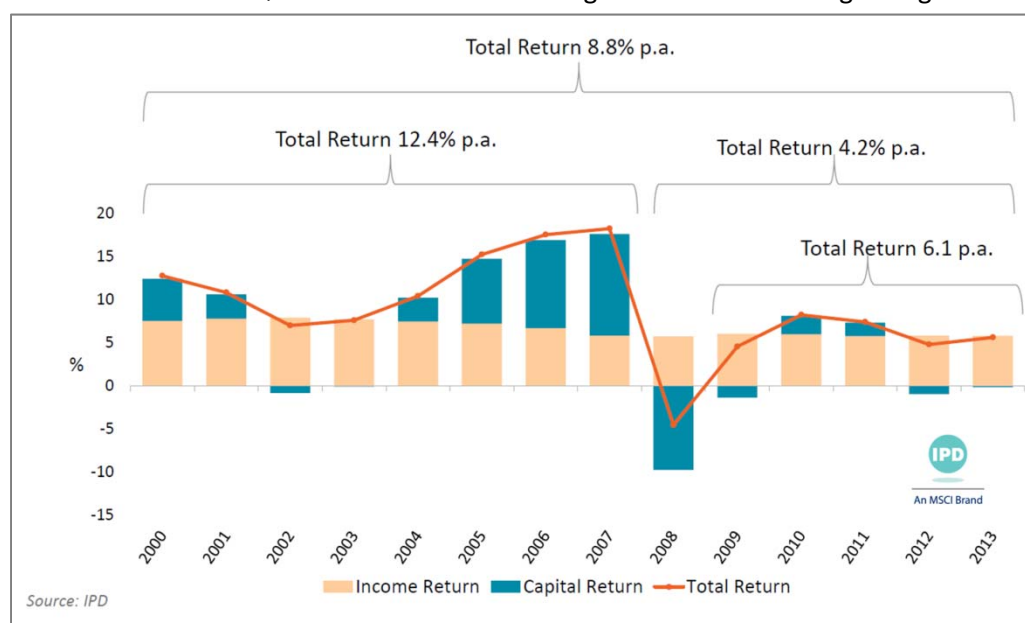
I IPD's verdiindeks for næringseiendom vist i neste delkapittel vil type 1 avkastning være hovedkomponenten «income return» mens «capital return» er alt annet – med hovedvekt på type 4, som er markedssvingninger. I et relativt stabilt marked og en stor mengde eiendommer vil type 2 og 3 omtrent utjevne hverandre, fordi det stadig inngås nye leiekontrakter (med tilhørende investeringer) som motvirker slitasje og redusert kontraktsløpetid.

Hendelser av type 2 vil ikke alltid gi økt eiendomsverdi; observasjoner tilsier at noen utleie/rehabiliterings-prosjekter viser seg å gi negativ netto verdieffekt – dette er imidlertid unntakene.

En aktiv eiendomsaktør som utvikler egne eiendommer, vil være eksponert for alle fire avkastningsvarianter, mens en finansiell investor nesten bare vil være eksponert for avkastning av type 1, 3 og 4. Slik sett vil forventet avkastning for en finansiell aktør være noe lavere enn for en eiendomsutvikler, men som hovedregel også mindre utsatt for risiko; dette sistnevnte kommer gjerne av at den finansielle aktøren velger enkelte eiendommer med lav risikoprofil, det vil si at man har stor kontraktfestet sikkerhet for type 1, og trygghet for utviklingen i type 3. Risikoen man eksponeres for er derfor primært type 4, det vil si som forårsaket av markedets prising av næringseiendom (primært den generelle prisingen). Dette er noe som er tett koblet til makroøkonomisk utvikling, naturlig nok ettersom det vil reflektere økonomisk aktivitet. Avkastningen kan måles opp mot andre aktivaklasser, selv om det må kombineres med de andre, og da spesielt type 1, netto driftsinntekt. I praksis er det dette som er representert i grafene på side 31-32, IPD's avkastnings-sammenligning.

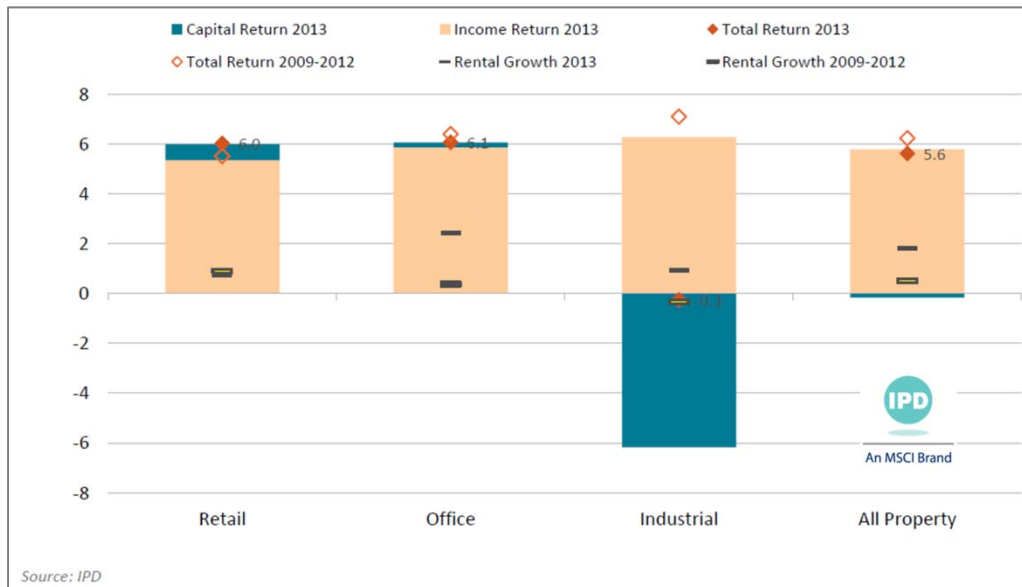
6.2.2 Avkastningshistorikk

Den mest omfattende avkastnings-statistikken som lages for norsk næringseiendom produseres av Investment Property Databank (IPD), som samler inn verddivurderingsdata fra en stor mengde norske eiendomsbesittere. Nøkkeltatistikken for næringseiendomsavkastning i Norge er vist under.



Volatiliteten i markedet illustreres svært godt av de blå søylene, som representerer endring i verdi. Man ser også at kontantstrømsavkastningen er stabil, men fallende i det lange bildet, noe som ikke bør være overraskende da man i det samme tidsrommet har hatt fallende lange renter. Våre egne erfaringer med verdiutvikling er relativt sammenfallende med dette, med unntak av at vi opplevde verdinedgangen i 2008 som noe sterkere enn hva IPD har registrert.

Den følgende grafen viser hvordan avkastningen i 2013 fordeler seg på tre store segmenter av næringseiendom:



Det er verd å merke seg at industri er et relativt lite segment i IPD's database, og hendelser på enkelteiendommer kan ha bidratt uforholdsmessig mye til den dårlige verdiutviklingen i 2013.

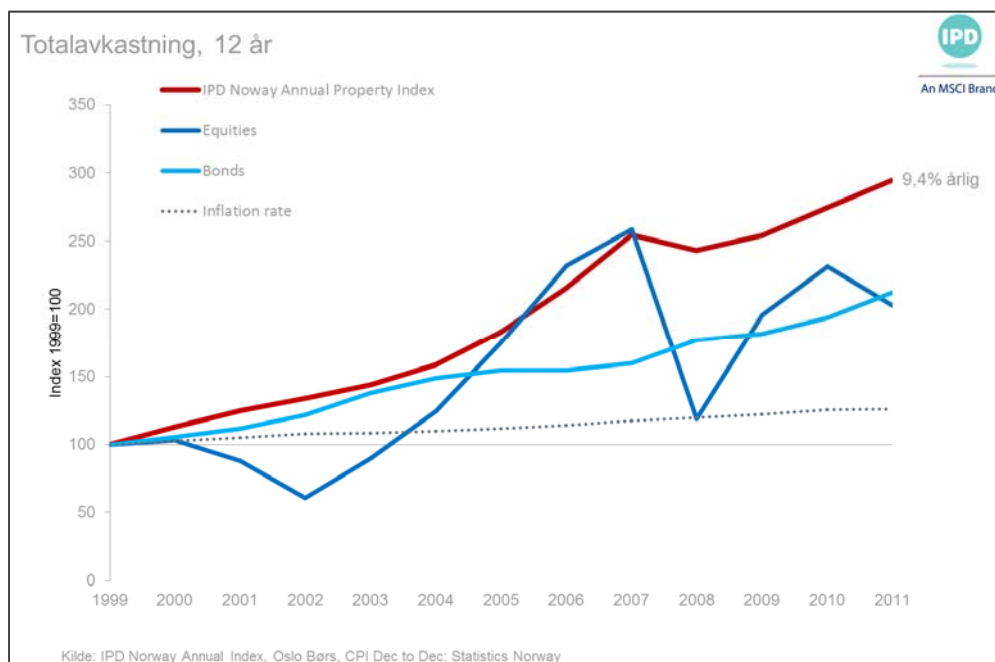
Den følgende grafen viser utvikling i 2013 for forskjellige segmenter av kontor:



Forskjellen i verdiutvikling, på +/- 2,5% mellom segmenter, understreker primært forskjellen på markedet i sentrale og mindre sentrale strøk; de to segmentene med størst nedgang er lett identifiserbare som de med størst tilgang på byggeklare tomter. Dette opplever vi som mer reelt enn den forrige grafen, da datagrunnlaget for kontormarkedet er ganske bra.

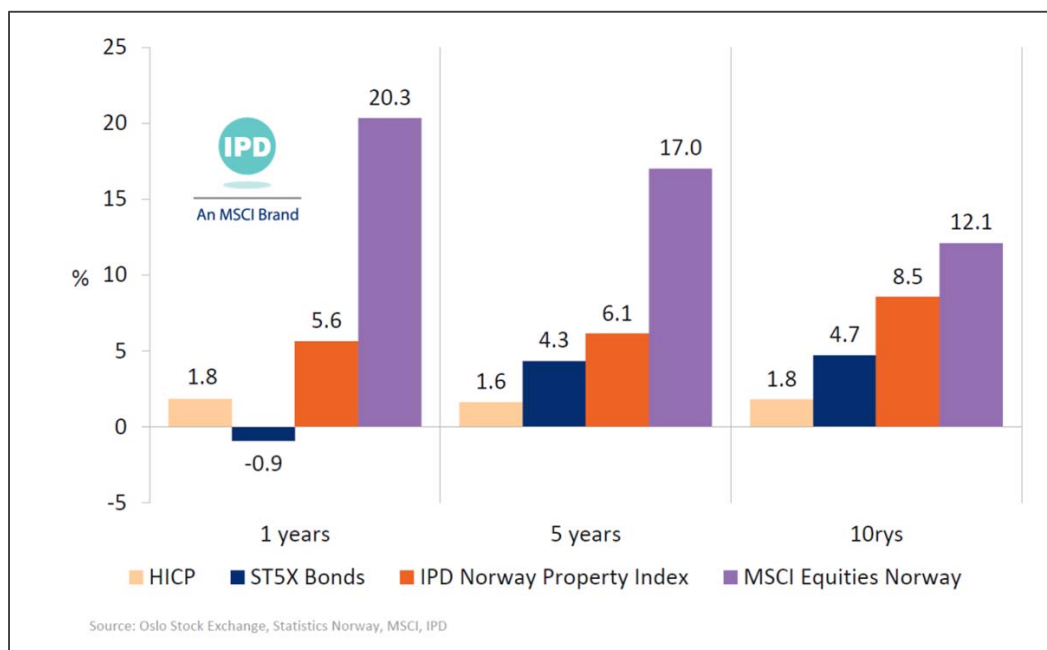
6.2.3 Avkastning relativt til andre aktivaklasser

Nedenfor følger IPD's sammenligning av relevante aktivaklasser i det norske markedet i årene 1999-2011.

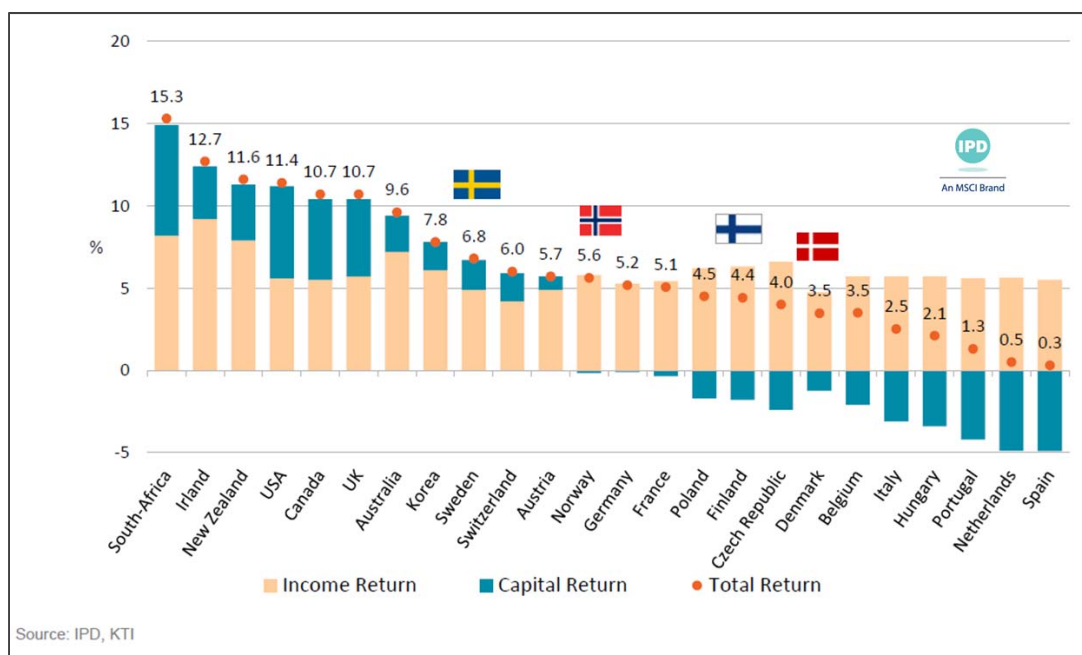


Den følgende graf er for snitt årlig avkastning i 2013, i 2009-13 og 2004-13, hvor de senere års sterke utvikling i aksjemarkedet medfører at aksjer har den høyeste avkastningen, og man kan se at 10-års-snittet for næringseiendom har gått ned til 8,5% sammenlignet med drøyt 9% i 2011.

Investering i Næringseiendom – Rapport levert 23.10.2014



Den følgende grafen viser avkastning for næringseiendom i Norge og en rekke andre land i 2013, på samme måte fordelt mellom kontantstrøm og verdiendring.

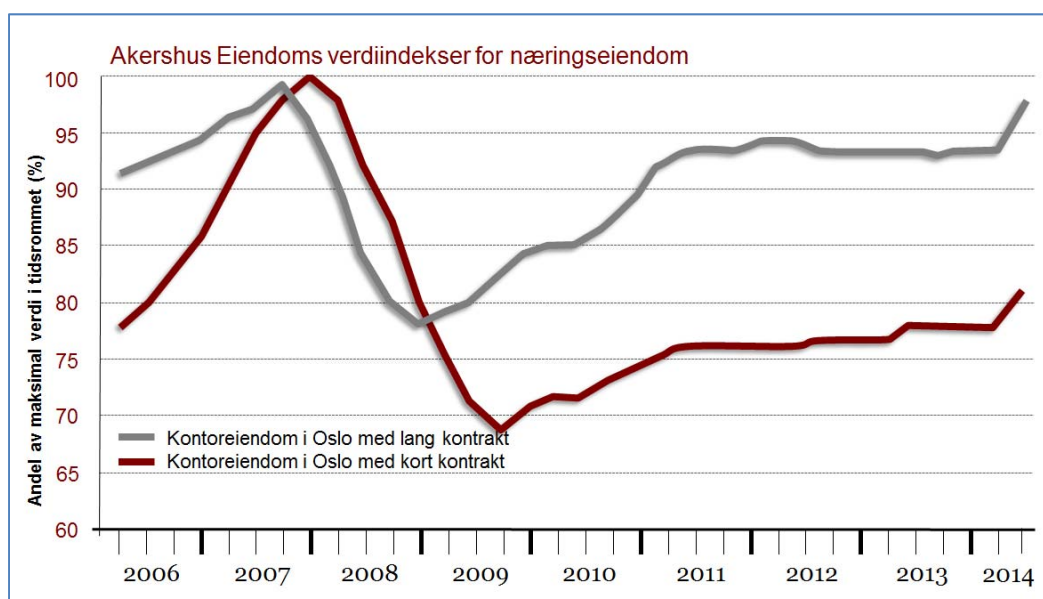


Forskjellen mellom de nordiske landene er synlig her, og man kan se hvordan mange europeiske markeder påvirkes av den svake økonomiske utviklingen i det aktuelle året.

6.2.4 Risiko som snittbetraktning og for individuelle eiendommer

Risikobildet for næringseiendom er som forklart over svært sammensatt. I mye større grad enn for individuelle selskaper, vil imidlertid enkelte eiendommer være forskjellig eksponert mot makroøkonomiske utsikter. Det kan beskrives gjennom et tenkt eksempel; en eiendomsbesitter som nettopp har signert lange (10, 15 eller 20 år) kontrakter med primært offentlige leietakere, vil i liten grad frykte en økonomisk nedtur; en annen eier, som derimot har mange korte kontrakter med konjunkturutsatte leietakere, vil være eksponert for å oppleve ledighet, leietakerkonkurser og annet som i praksis kan kutte hardt i den jevne kontantstrømmen. På den annen side vil eier nummer to være godt posisjonert for en opptur i økonomien og en mulig økning av leieinntektene – noe som eier nummer en delvis har isolert seg mot.

Forskjellene mellom enkelte eiendommer i risikoprofil kan med andre ord være enorme, og forskjellene mellom porteføljer ganske store, selv om eiendommene er i omtrent samme segment. Dette er illustrert i følgende graf (også vist tidligere i rapporten), som viser forskjeller i verdiutvikling, og indirekte i volatilitet, for eiendommer med samme hovedsegment (kontorer i Oslo), men forskjellig kontraktsløpetid, i perioden 2007-2014.



Dette gir et imperativ til den finansielle investor; man kan velge både å fokusere og å diversifisere sin eksponering for å senke risikoen. En aktør som hvert år kjøper én eiendom med 10-års leiekontrakt med sikker leietaker i et nytt bygg, av lik størrelse, vil ha en stabil risikoeksponering dersom han samtidig selger en eiendom som har kommet ned i en bestemt kontraktsløpetid – for eksempel 4 år. Som figuren på side 21 viser, øker verdifallet (av type 3) når kontrakten blir kortere enn dette, og den aktøren som velger å sitte helt til bygget har ett år igjen av kontrakten, vil ha en langt større risikoeksponering. Han vil på den annen side samtidig være posisjonert for økt avkastning av Type 4 (endring i markedsverdi for næringseiendom generelt) nevnt over, fordi markedssvingninger er størst for eiendommer med korte kontrakter.

6.2.5 Inflasjonsrisiko

Med standard leiekontraksstruktur som nevnt over, der alle inntekter justeres årlig med KPI, vil mange se på næringseiendom som interessant fordi man nærmest eliminerer risikoen for at økt inflasjon «spiser opp» investert kapital. Dette gir en spesielt god effekt på avkastningen i forhold til de aller sikreste plasseringene, men kan nok sies å ha hatt sterkere betydning i perioder der høy inflasjon var mer vanlig. Dessuten, dersom inflasjonen skulle bli høyere vil også lånerentene bli det, noe som isolert sett trekker ned salgsværdien på næringseiendommer.

6.2.6 Segmenter med «atypisk» risiko- og avkastningsprofil

Risiko- og avkastningsprofilen til næringseiendom er ikke lik for alle segmenter. Normalt sett stiger risikoen med følgende basisvariabler:

- Lav soliditet hos leietaker og/eller kort kontraktsløpetid
- Dårlig beliggenhet (for eiendommens gjeldende formål og også for sekundære formål)
- Spesialiserte eiendommer/bygg

Industribygg (som gjerne er spesialisert for formålet) i områder med lite, eller lite diversifisert, industrivirksomhet, anses som å ha relativt høy risiko. I en del tilfeller vil opplevd risiko stige og falle med den enkelte industris, eller bedrifts, fremtidsutsikter; risikoen vil derfor heller ikke være stabil. Riktignok opplever vi at risiko knyttet til eiendom endres langsommere enn risiko knyttet til leietaker; selv om aksjekursen til leietaker stiger, vil ikke nødvendigvis eiendommen stige i verdi, fordi eiendommens kontantstrøm er langsiktig og vanligvis låst, uavhengig av leietakers aktivitet. Dette begrenser oppsiden, mens nedsiden (konkurs eller fraflytting ved kontraktsutløp) fortsatt oppleves som reell.

Den laveste risikoen blir tradisjonelt ansett å tilhøre bortfestet grunn. En festetomt får gjerne et svært lavt avkastningskrav fordi:

- Det inkluderer ikke bygg som slites og/eller må forsikres
- En festekontrakt er vanligvis inngått med lang horisont, opp til 100 års løpetid
- Tradisjonelt er festekontrakter inngått på lave nivåer, slik at verdien per kvadratmeter blir lav, og risikoen for verditap anses som lav.

For festetomter gjelder selvsagt også beliggenhet og tomtens alternative utnyttelse som faktorer for verdien. En festetomt med 5 års gjenværende løpetid vil prises nesten utelukkende på bakgrunn av tomtens sannsynlige fremtidige utnyttelse.

Den følgende tabell viser vårt markedsmessige hovedsyn på risiko knyttet til forskjellige segmenter. Det mest representative uttrykket for markedets risikovurdering er den typiske salgsværdi / avkastningskrav ved transaksjoner av lange og korte kontrakter, og hvordan dette skiller seg mellom segmenter og geografiske områder. I tabellen under er dette angitt på et generelt nivå per august 2014, og vi forutsetter blant annet at den aktuelle eiendommen er utleid til markedisleie og i god teknisk stand.

Segment	Tilbudssidens fleksibilitet (tomtetilgang)	Andel finansielle investorer (som ikke bygger selv) av totalt private eiere, målt i verdi	Yield ved 10 års leiekontrakt	Yield ved 3 års leiekontrakt
Kontor (sentralt i de største byer)	Dårlig	30-50%	5-6%	6-7%
Kontor (usentralt, men i by)	God	15-30%	7-9%	8-12%
Handel (kjøpesentre)	Dårlig	10-20%	N/A	5-6%
Handel (øvrig)	Middels	10-20%	6-8%	5-12%
Logistikk (rundt Oslo)	God	30-40%	6-7%	7-8%
Logistikk (usentralt)	Svært god	10-20%	8-9%	10-15%
Hotell (sentralt i de største byer)	Middels	20-30%	5-6%	5-7%
Hotell (usentralt)	God	5-10%	7-8%	8-12%
Industri	Svært god	15-20%	8-10%	10-20%
Skole og helse	God	40-60%	6-8%	8-12%
Utleiebolig	Middels	N/A	N/A	4-6%

6.3 Likviditet for næringseiendom

De fleste verddivurderinger tar som forbehold at «eiendommen anses solgt i dagens marked, i et normalt tempo for næringseiendommer» - og dette berører ett av de vanligste motargumenter for å investere i næringseiendom, nemlig at salg kan ta tid og være usikkert i et svingende marked.

Risikoen for «brannsalg» - et uttrykk som beskriver salg under ekstremt vanskelige omstendigheter, primært finansielle men også i en situasjon med høy arealledighet, er til stede for eiendom på en helt annen måte enn aksjer, fordi enhetene er mye større og individuelt priset.

Likviditeten i en stor og heterogen portefølje kan anses for å være litt bedre enn dersom porteføljen er svært homogen – på den annen side vil en homogen portefølje være mer interessant for samlet salg. Likviditeten er best i de mest sentrale beliggenheter, og det er riktig å si at disse eiendommer får en noe høyere verddivurdering fordi de anses som mer likvide, i tillegg til å være mindre utsatt for ledighet og konkurranse fra nye bygg.

6.3.1 Erfaringer fra finanskrisen i 2008

Finanskrisen medførte fall i verdiene for næringseiendom, men det var på ingen måte katastrofalt. Noe av grunnen til dette er for det første at realøkonomien i Norge bedret seg ganske raskt, men vi mener også at sentrale aktører i bransjen hadde lært mye av forrige krise i 1989-90, som var langt hardere for næringseiendom, noe som resulterte spesielt i større lånetap.

Mange har også holdt frem aktørenes generelle forsiktighet, og etablert utlånspraksis som hindrer bygging uten signerte leietakere, som gode grunner til at nedturen ikke ble sterk. Det viktigste

elementet er imidlertid at svært få leietakere gikk konkurs eller sa opp mange ansatte i Norge i perioden 2008-10.

Som en sidekommentar er det verdt å merke seg at flere av Norges største eiendomsformuer har blitt skapt av eiendomsaktører og investorer som hadde finansiell rygggrad og risikovilje til å investere tungt i krisen rundt 1990, i dot-com krisen rundt 2002-04, og i finanskrisearene 2008-09. I tillegg til å ha tjent godt på disse investeringene var disse aktørene med på å stabilisere markedet og hindre enda større fall i verdier.

6.3.2 Transaksjonskostnader

Det er sjeldent med rene eiendomstransaksjoner i markedet for næringseiendom. På grunn av fritaksmodellen (muligheten for å unngå 2,5% dokumentavgift ved eiendomssalg, samt at en eventuell gevinst ved salg av aksjer ikke utløser skatt for eierselskapet) har de fleste eiendomsbesittere organisert sine eiendommer i single purpose selskaper ("SPV"). Det er også normalt at hjemmelen til eiendommen ligger i SPV'et. Når en eiendomstransaksjon finner sted vil det derfor som en hovedregel være kjøp av aksjene i SPV'et.

De færreste eiendommer med verdi på 50 millioner kroner eller mer selges uten bruk av rådgivere. Typisk honorar for salg av en større næringseiendom kan variere mellom 0,5% og 2,0% av brutto eiendomsverdi (før fradrag for evt. skatteulempe ved kjøp av selskap, «due diligence»-funn osv.), og det finnes ingen faste regler for dette. Det påløper også normalt kostnader til juridisk bistand, og til «due diligence»-prosessen der revisorer, advokater og teknisk fagpersonell gjør sine gjennomganger av eiendommen og eventuelt også av SPV'et.

Totalt vil kostnadene relatert til juridisk og bistand til «due diligence» typisk ligge på mellom 0,3 og 1 millioner kroner for en eiendomstransaksjon i området 250-500 millioner kroner.

6.3.3 Eiendomsaksjer

Det finnes få norske børsnoterte eiendomsselskaper. De fleste av de som omsettes på børsen, har dessuten en dominerende hovedeier (Thon Gruppen og Eiendomsspar) så det finnes derfor få muligheter til å investere i norsk næringseiendom via aksjer. En børsnotering av Entra Eiendom vil endre dette noe. Det legges til grunn at Folketrygdfondet vurderer slike aksjer uavhengig av en eventuell direkteeksponering mot eiendom.

7 Finansielle investorer, herunder Folketrygdfondet

Som hovedregel vil ikke en finansiell investor ønske å drive aktiv drift og/eller utvikling av eiendommene; man vil i stedet enten høste avkastning, eller forvente verdiøkning. Investeringer basert på forventinger om verdiøkning er mindre vanlig, spesielt etter finanskrisen og den tilhørende verdinedgang (se tidligere kapittel og grafer som viser verdifallet i perioden).

7.1 Indirekte investering

7.1.1 Eiendomsfond

Eiendomsfond har et blandet rykte i Norge, etter at svært mange forbrukere i perioden 2004-2007 kjøpte andeler i fond som tapte mye av verdien i finanskrisen.

Flere pensjonskasser, blant dem mange kommunale, har gått inn i eiendomsfond de siste 10 årene. Fond med spesielt stor deltagelse av slike (i tiden etter finanskrisen) er Storebrand Eiendomsfond Norge KS og DNB Scandinavian Property Fund.

Den følgende tabell er en oversikt over eiersituasjonen i DNB-fondet nevnt over:

Navn	Ant aksjer	Andel i %
Os Kommune	1000000	22.65%
Berger Invest AS	500000	11.33%
Søndre Land Kommune - Administrasjon	500000	11.33%
Hadeland Gjensidige Brannkasse	495250	11.22%
Hedmark Fylkeskraft AS	445541	10.09%
Nordre Land Kommune	350000	7.93%
Etv Invest AS	200000	4.53%
Jan Hellerud	150000	3.4%
Kawe Invest AS	149250	3.38%
Arild Odd Horn	100000	2.27%
Whist Invest AS	50000	1.13%
Thomas Kjeldahl	48916	1.11%
Øvrige (eierandel < 1 %)	425576	9.64%

7.1.2 Syndikater

Syndikater er definert som en eierform der et selskap blir spesielt opprettet for (vanligvis) én eiendom, med (i utgangspunktet) passiv deltagelse av et mindre antall finansielle investorer. Selskapet blir normalt satt opp av en finansaktør, og det har vært vanlig at man har fått et lån på 60-75% av brutto eiendomsverdi (fratrasket skatteulempe ved kjøp av selskap). Bankenes villighet til å låne ut til denne typen strukturer har endret seg over tid, og deres krav er med på å påvirke hvordan syndikatet settes opp. I 2014 er det vanlig at bankene vil se en profesjonell finansiell aktør, gjerne en eiendomsaktør, som «ledende» investor med en stor andel (15% eller mer) av syndikatet.

Det tradisjonelle syndikatets største ulempe er at man ikke vil ha evne til å løfte eiendommens verdi ved re-utleie og/eller nødvendig oppgradering. Dette er hovedårsaken til at syndikater i perioden 2000-2012 nesten utelukkende kjøpte eiendom med lange kontrakter (10 år eller mer) og en mer eller mindre uttalt strategi om å selge før leiekontrakten ble kort (normalt 5 år eller mindre).

Trenden de siste par-tre årene har vært at syndikatene kan ta eiendom med større utfordringer og investeringsbehov, men i så fall har man normalt sett stor involvering av en erfaren eiendomsaktør som skal stå i spissen for transformasjon og re-utleie av eiendommen. Et slikt syndikat er nylig satt opp av Pareto Project Finance med Bunde-gruppen som sentral aktør og Fornebuveien 9-13 som aktuell eiendom med behov for ytterligere investeringer og aktivt utleiearbeid.

Syndikater er tradisjonelt initiert av investeringsbanker, hvorav de viktigste sett fra vårt ståsted er:

- Pareto
- Ness, Risan og Partners
- DNB Markets
- Fearnley Finans
- R.S. Platou

Man ser også at eiendomsaktører engasjerer med-investorer selv, for å skaffe større finansiell slagkraft; eksempler på slike aktører er Attivo og Stor-Oslo prosjekt.

7.1.3 Delvis indirekte investeringer: partnermodeller

Eksempel 1: Oslo S Utvikling («OSU»)

Dette selskapet ble startet av Linstow og NSB's eiendomsselskap, ROM Eiendom, for å utvikle NSB's tomter i Bjørvika, nå populært kalt Barcode. Senere har Entra Eiendom kommet inn i partnerskapet. Her skulle OSU stå for regulering, utleie og utbygging av Bjørvika og partnerskapet skulle høste etter hvert som bygg blir utleid, bygget og solgt. Avtaleverket mellom eierne av OSU har skapt modell for flere andre tilsvarende utviklingsprosjekter og i bransjen er OSU modellen en form for markedsstandard. Utviklingen av Bjørvika har tatt mange år, men har også vært svært lønnsom for partnerne.

Eksempel 2: Søylen Eiendom

Partnerne i dette selskapet er det norske rederiet/investeringselskapet Kristian Gerhard Jebsen Rederi og det amerikanske fondet Madison Real Estate. De har gått inn som minoritetsaksjonærer i Søylen Eiendom, som aktivt utvikler og leier ut butikklokaler sentralt i Oslo, inkludert kjøpesentrene Eger og Steen & Strøm Magasinet. Schage Eiendom er også med-investor i deler av sentrumsporteføljen, i tillegg til at selskapet har egne eiendommer i Oslo sentrum.

7.1.4 Sannsynlige "krav" til aktuelle partnere for Folketrygdfondet

Her vil vi nevne noen typiske egenskaper som Folketrygdfondet bør se etter hos potensielle partnere.

- Størrelse: selskapene bør forvalte og/eller eie eiendom til en verdi av minst 2 mrd. kroner.
- Segment: Kontor vil være førstevalget, og aktøren må være i en av de 4 største byene. Det er gunstig om aktøren ikke er til stede i for mange segmenter eller geografiske områder.
- Markedsposisjon: Selskapet bør være blant de 3-5 største i sitt segment eller lokalmarked.
- Historikk: Selskapet bør ha minst 15 års erfaring som aktør i sitt lokalmarked.
- Organisasjons/ eierform: Ideelt har man én sterk eier som også er sterkt involvert i driften.

7.2 Direkte investeringer

7.2.1 Eksempler

De store pensjons- skade- og livsforsikrings-selskapene har noen av de aller største eiendomsporteføljene i Norge. En del pensjonskasser har også valgt å opprette egne eiendomsselskaper og drifte disse i direkte konkurranse med de private aktørene i markedet.

Relevante eksempler på selskaper med en viss størrelse:

- DNB Næringseiendom (heleid av DNB Livsforsikring): 1,2 mill m², Primært Oslo, Bergen, Trondheim, Stockholm. Relativt diversifisert med kontor, hoteller og kjøpesentre.
- Storebrand Eiendom: 1,25 mill m², 29 ansatte. Noe mer fokusert på sentralt beliggende kontorer de siste årene.

Relevante eksempler på selskaper med minimal, men meget profesjonell, organisasjon:

- Oslo Areal (heleid av Gjensidige): Dette selskapet startet som en børsnotert aktør med 10-15 Oslo-eiendommer. Gjensidige kjøpte alle aksjene i 2009 og har beholdt noen ansatte, men også rekruttert noen nye. Organisasjonen består av 8 personer: Adm.dir, viseadm.dir., økonomidir., Prosjekt/ driftsdir., 2 eiendomssjefer, teknisk sjef og controller. Selskapet har hatt et variabelt tilfang av kapital, og har også solgt ut "ferdigutviklede" eiendommer i perioder. Gjensidige/ Oslo Areal-modellen virker å være en av de mest suksessfulle ut fra hva selskapet har levert de siste årene og hvordan eiendommer, både komplekse og "enkle", er forvaltet.
- Oslo Pensjonsforsikring(OPF): selskapet er heleid av Oslo kommune og har per 2013 plassert ca 8 mrd eller 15,5% av sin kapital i eiendom, og i tillegg 3,9% i infrastruktur. Ca 1 mrd av eiendomsinvesteringene er via fond, resten som heleide eiendommer. Eiendomsinvesteringene ga i 2013 en avkastning på 6,7%, og 9,1% i 2012. En viktig del av porteføljen er en serie kontorbygg som OPF kjøpte i 2007 av daværende DnB NOR med banken som leietaker på nesten alt; en del av disse byggene (i Oslo sentrum) fikk staten som langsiktig leietaker etter 22. juli 2011 da departementene trengte nye lokaler. Tre andre større kontorbygg, beliggende på Løren/Økern, konkurrerer i det generelle leiemarkedet, med en ikke ubetydelig ulempe i makro- og mikrobilighet; dette krever enten solid utviklingskompetanse eller salg til/partnerskap med annen eiendomsaktør.

- Lørenskog kommunale pensjonskasse: Denne tar vi med som et eksempel på mindre offentlige pensjonskasser. Denne aktøren, opprettet i 2011, eier noen få eiendommer som leies og brukes av den aktuelle kommunen, ikke ulikt slik blant annet Hydros pensjonskasse har gjort det i mange år. Mange kommuner har gjort dette. Dette krever i utgangspunktet ikke særlig eiendomsfaglig kompetanse. Så lenge leietakeren er svært lojal, kontraktene lange, og byggene spesialiserte (for eksempel brannstasjoner) virker dette som en grei organisering, men det kan være en kime til konflikter i fremtiden hvis kommunen ønsker å leie av en annen aktør etter at kontrakten har løpt ut.

Relevante eksempler på selskaper som har opparbeidet seg finansielle midler ved industri- eller handelsvirksomhet, og som nylig har gjort større direkte investeringer:

- Høegh Eiendom: Investeringene startet for ca 15 år siden, og man kjøpte noen store enkelteiendommer relativt rimelig kort etter dot-com-krisen. Disse eiendommene hadde utviklingspotensial, og man bygget opp en egen organisasjon for å håndtere dette. I innledende fase var man alliert med en faglig sterk medeier. Senere har selskapet også investert i rene utviklingsprosjekter, hvorav det største er et 180.000 m² utviklingsprosjekt på Økern i Oslo, kalt HasleLinje-prosjektet, på den tidligere Arcus-tomten. Her har man senere fått inn entreprenørselskapet AF-gruppen som en deleier og partner for gjennomføring, både for bygging og boligsalg.
- Rasmussen-familien: Denne gruppen kjøpte det etablerte utviklingselskapet Avantor for ca 10 år siden, og har siden latt selskapet drive fokusert og aktivt i sitt smalt definerte geografiske område (Nydalen) og noe bredere segmentbilde (kontor, bolig, skole og litt handel). Ut fra at området har opplevd et stabilt (kontor) eller gradvis bedre (bolig) eiendomsmarked, har dette sannsynligvis gitt bra avkastning. Avantor har gjennom perioden beholdt finansielle muskler til å gjøre nye grep som styrker både området og selskapets posisjon.
- Steinsvik-familien: Dette er en aktør som har valgt objekter med minimalt driftsbehov og lange kontrakter. Man kjøpte noen få store, sikre eiendommer (10-15 års leiekontrakter med god til middels beliggenhet) i perioden kort etter finanskrisen. Selskapet har også kjøpt 50% av et stort kontorbygg i Oslo sentrum som Høegh Eiendom har rehabilitert og leid ut.

7.2.2 Segmenter og geografiske områder

Noen av de aller største av disse aktørene har stor bredde i porteføljene, med mange segmenter og geografiske områder. Vi har de siste årene sett at noen av disse porteføljene «trimmes» og at man velger bort noen segmenter og/eller områder, mens man re-investerer i andre.

7.3 Investeringsstrategi: flere elementer

7.3.1 Tidsramme

Generelt er det gunstig for en aktør som går inn i en ny aktivaklasse, å starte med objekter som verken er svært store eller svært utsatt for risiko. Deretter vil man gå etter større eiendommer, og gradvis utvide spekteret segment- eller områdemessig. Folketrygdfondet har mulighet til å gå «rett på» noen av de virkelig store (større enn 1 mrd) eiendommene som tradisjonelt tiltrekker seg ganske få investorer, og har slik sett et fortrinn om man bestemmer seg for å satse på næringseiendom. Det anbefales uansett at man raskt knytter til seg fagpersonell med solid eiendomserfaring.

7.3.2 Segmenter

Tabellen gitt på side 35 viser avkastningsprofilen, og indirekte også risikoprofilen, til forskjellige hovedsegmenter. I prinsippet kan man også se hva andre finansielle investorer primært ønsker å investere i:

- Sentralt beliggende kontoreiendommer er det mest ettertraktede, fordi det gir lav ledighetsrisiko og oppleves som mest likvid.
- Sentralt beliggende handel er også regnet som både trygt og likvid, og det har i tillegg et element av begrenset tilbudsside eller «tomtemangel» - fordi det er svært vanskelig å etablere nye handelsmønstre i store byer.
- Eiendom med lange kontrakter og sikre leietakere – nær sagt samme hvor de ligger – anses som interessant av noen (men ikke alle) finansielle investorer. Flere av disse, som Arcus' produksjonsanlegg på Gjelleråsen, er nevnt tidligere i denne rapporten. Det amerikanske fondet W. P. Carey har nylig kjøpt et par slike kontoreiendommer; Siemens' Oslo-kontor i Groruddalen og Total E&P's Stavanger-kontor i Dusavika. Vår oppfatning av dette er at norske investorer legger stor vekt på ikke å være utenfor etablerte kontorområder og at dette er grunnen til at disse havnet på utenlandske hender.

7.3.3 NBIM's strategivalg

NBIM investerer bare i utlandet og har hatt en del av de samme utfordringer som Folketrygdfondet har, dog i en helt annen skala. Det er logisk å anta at man har hatt noen av de samme vurderinger av risiko og avkastning, samt likviditet, som Folketrygdfondet står foran.

Ser man på NBIM's investeringsstrategi, kan man observere følgende hovedtrekk, da investeringene har fokusert på følgende:

- Store, bunnsolide, profesjonelle partnere, som ikke er mulige for vanlige selskaper eller investorer å gå i partnerskap med. Som ett av svært få vestlige «sovereign funds» har NBIM et opplagt fortrinn som med-investor.
- En stor andel svært sentralt beliggende eiendommer – gjerne beliggende i noen av de aller beste strøk i noen av verdens største byer.
- Store, moderne kontorbygg med topp beliggenhet.

- Sentrumshandel langs de mest populære handlegater i store europeiske hovedsteder, ofte ansett som å ha svært lav risiko for leienedgang.
- Noen eiendommer som ikke har sentrumsbeliggenhet, men svært solide leietakere på lange kontrakter. Disse er blitt kjøpt inn etter den første «bølgen».
- Eiendommer i industriland med relativt lik kultur, i praksis Vest-Europa og USA. Man har ikke valgt å investere i fremvoksende økonomier og heller ikke i asiatiske industriland.
- En gradvis utvidelse av investerings-spekteret fra lav-risiko deleierskap til heleide eiendommer med noe større risiko, og på sikt potensielt også eiendommer med utviklingspotensial.

Alt dette gir innsikt som Folketrygdfondet kan lære av i mindre skala. Følgende kan være viktige bærebjelker i Folketrygdfondet's strategi:

- Fokuserer på sentrum av de største norske byene, og svært solide/seriøse samarbeidspartnere, vil være et naturlig første skritt.
- Primær-metoden for investering er Alternativ 2 beskrevet under.
- Kontor i Oslo, og «topp-segmentet» av handel, er de mest logiske startsteder for en aktør med store finansielle muskler og langsiktig perspektiv.
- Mindre byer (men fortsatt innenfor topp 5-10), samt logistikk og industri, og eiendom med kortere kontrakter, kan være aktuelle segmenter, men ikke før man har noen års erfaring med sikrere eiendommer, samt en solid og stabiliserende «base» av lav-risiko-eiendom.
- På sikt kan partnerskap også gi Folketrygdfondet mulighet til å bli med på utvikling av eiendom, og spesielt bruke sin finansielle muskel til å komme tidlig inn i prosjekter. Her er det mange modeller som kan gi Folketrygdfondet god inntjening gjennom hele prosjektets levetid, inkludert i utviklings- og byggefasen.

7.4 Evaluering av alternativer for Folketrygdfondet

Vi har valgt ut fire alternativer som, slik vi ser det, representerer hovedretningene for eksponering i næringseiendom for en aktør som Folketrygdfondet. Vi vil her beskrive og sammenligne disse alternativene, uten å ta stilling til hvilket som vil være den beste, da vi ikke ser det som riktig å ta stilling til hvilke av de forskjellige risiko- og avkastningsmomenter som betyr mest for Folketrygdfondet.

7.4.1 Alternativ 1: Fond og syndikater

Folketrygdfondet går her inn som del-investor i kjente og etablerte fond, samt i syndikater der det også er med minst én stor, aktiv eiendomsaktør som deltager. Man er selektiv, kritisk og kresen, og lager egne beregninger på antatt avkastning, og man velger kun fond og syndikat-aktører som har en god historikk med aktiv eiendomsforvaltning, og der man har god kontroll på kostnadssiden (en del av problemet med de fleste fond og noen syndikater er høye administrasjons/forvaltningshonorarer).

Strategien fordrer at man har et team på én til fire profesjonelle personer med mye erfaring fra kombinasjonen finans og eiendom.

7.4.2 Alternativ 2: Deleier i private selskaper

Folketrygdfondet er her med-investor (minoritetseier) i selskaper, diversifiserte og/eller fokuserte, som utvikler og/eller driver eiendom. Det ligger en «glidende overgang» i dette i forhold til det forrige, forskjellen er hovedsakelig at Folketrygdfondet ikke deler rollen med andre finansielle investorer, og at medeierskapet som hovedregel gjelder etablerte selskaper med en eller flere hovedeiere med solid bransjeerfaring og et høyt nivå av etterrettelighet. Vi beskriver dette litt nærmere i neste delkapittel.

Denne strategien krever også at man har et team med solid eiendomskompetanse som en integrert del av Folketrygdfondet.

7.4.3 Alternativ 3: Passiv eiendomsinvestering uten partnere

Folketrygdfondet kjøper eiendommer med lav risiko for leietakerkonkurs og/eller ledighet. Typisk vil man satse på nye eiendommer med lange kontrakter. Forvaltning, som i utgangspunktet begrenser seg til vaktmestertjenester, settes ut til tjenesteleverandører. Enkelteiendommer selges når den eiendomsspesifikke risikoen går opp, i hovedsak når leiekontraktenes løpetid har blitt kortere enn et visst antall år. Dette krever også at man har en kompetent organisasjon.

En variant av dette er å kjøpe solide eiendommer i en periode når man er relativt sikker på at prisene er lave, også kalt opportunistisk kjøp; vi beskriver dette i neste delkapittel.

7.4.4 Alternativ 4: Aktiv forvaltning av egne eiendommer

Folketrygdfondet ansetter nøkkelpersonell med solid erfaring fra eiendomsbransjen, og lar disse bygge opp en organisasjon som kjøper og utvikler eiendommer. Man velger segmenter og/eller geografiske områder som gir risikospredning og synergieffekter. Man trenger her en større organisasjon og helst minst én leder med 10-15 års ledererfaring fra et stort eiendomsselskap, og med solide incentiver (grensende til medeierskap) for å følge opp og utvikle eiendommene. Også på styre-nivå knytter man til seg fagfolk som kan evaluere hver enkelt investering. Dette kan eventuelt gjøres ved å kjøpe et allerede eksisterende selskap.

7.4.5 Sammenligning av alternativene

Følgende tabell oppsummerer en del av kommentarene over.

Alternativ	Relativt ferske investorer/ selskaper som har valgt strategien de siste 3-5 år	Største risikoelementer	Anslag for langsiktig avkastning, gitt marked som i 2009-2013	Beste segmenter for investering	Middels segmenter
Alternativ 1 Fond og syndikater	Mange mindre pensjonskasser og formuende private	Høye forvaltningskostnader, lite kontroll over investeringsstrategi og praktisk utførelse	3-8%	Kontor, skole/helse, logistikk	Industri (kun lange kontrakter)
Alternativ 2 Deleier av store/ middelstore selskaper	Jebsen, Joh.Johansson, Varner-gruppen, Canica, John Fredriksen	Selskapene kan følge risikable strategier	0-10%	Kontor, logistikk	skole/helse, handel
Alternativ 3 Passiv investor, heleide eiendommer	Flere utenlandske fond, Steinsvik-familien, Braathen Eiendom, Havila	Utsatt for markeds-svingninger som ikke passer med avhendings-tidspunkter	4-7%	Kontor, skole/helse	Logistikk, handel (kun lange kontrakter)
Alternativ 4 Eget eiendomsselskap med profesjonell ledelse	MøllerGruppen Eiendom, Oslo Pensjonsforsikring	Må holde på, og ha en viss kontroll over, motiverte fagfolk	5-9%	Kontor, skole/helse	Handel, logistikk

Som man kan se inneholder alternativene mange elementer av risiko, og dette vil også variere noe med hvilke segmenter man velger. Derfor bør hver konkrete mulighet evalueres grundig før man eventuelt gjør en investering. En strategi kan også inkludere flere alternativer og spesielle varianter, noe vi vil gå litt nærmere inn på i neste delkapittel.

7.5 Spesielle muligheter for Folketrygdfondet

Delvis med bakgrunn i de ovennevnte muligheter og segment-strukturer, kan vi foreslå noen del-strategivalg som burde være i tråd med Folketrygdfondets ønsker og krav, og som inkluderer elementer fra de «grovkisserte» alternativene nevnt over.

7.5.1 Kontor-partnere i de største byene

Folketrygdfondet kan kontakte de største kontorutleie-aktører i de største norske byer for å vurdere om aktøren er interessant for, og interessert i, en finansiell partner med langsiktig horisont. Man bør da søke aktører som har sterk suksess-rate kombinert med godt rykte, men begrenset finansiell

slagkraft; mange av dem kan ha erfaring med å selge unna ferdigutviklet eiendom for å skaffe kapital til nye prosjekter. Se ellers «krav til aktuelle partnere» høyere opp i dette kapitlet.

7.5.2 Skole, omsorg, helse og andre offentlige bygninger

Et meget godt alternativ for Folketrygdfondet består i å kontakte helseforetak og større kommuner som har voksende behov, men begrenset finansieringskapasitet, og stille som en potensiell partner som er med fra et tidlig stadium i enkeltprosjekter, hvor målsettingen er langsiktig eierskap med den offentlige aktøren som leietaker. For leietaker vil Folketrygdfondet's spesielle stilling gjøre et slikt samarbeid mer attraktivt. Man kan vurdere å også samarbeide med private aktører på de tidlige stadier av et slikt samarbeid.

7.5.3 Gradvis overgang til direkte investeringer

Som NBIM har gjort, kan man gjøre direkte kjøp etter at man har etablert en stabil organisasjon og samlet noe erfaring via partnere; som tidligere nevnt bør man da gå etter lavrisiko-segmenter og holde seg til kjente geografiske områder.

7.5.4 Opportunistiske direktekjøp – på lang sikt

Dette er et strategivalg som kun egner seg når man har 5 år eller mer erfaring som eiendomsinvestor. Ideen er at en finansiell aktør med solid kapitalbase er unikt posisjonert for å dra nytte av verdisvingninger i markedet, og kan ha muligheten til å kjøpe eiendom etter et kraftig verdifall, der banker vil stramme til finansiering og eiendomsbesitter kan være i brudd med vilkår hos bankene. I dette tilfellet bør man fortsatt ha fokus på de mest solide eiendommer med topp beliggenhet, eventuelt kan man utvide spekteret til eiendom med korte kontrakter eller til og med ledighet, men som har riktig beliggenhet. Det er ikke åpenbart at en slik mulighet vil materialisere seg, men skulle den oppstå vil det representere en stor mulighet for en aktør med lang horisont og betydelig finansieringskapasitet. Folketrygdfondet vil i en slik situasjon også kunne være med på å stabilisere markedet.

7.5.5 Samarbeid med entreprenørselskaper

Ut fra vår erfaring tror vi, generelt, at dette ikke er et anbefalt alternativ før ganske mye erfaring og kompetanse er på plass.

7.5.6 Obligasjoner

Eiendomsobligasjoner, og særlig da de som er strukturert som realobligasjoner, kan være et alternativ til investering i eiendom. Vi vil ikke omtale dette nærmere da det ikke formelt sett er eiendomsinvesteringer, og sannsynligvis vil bli håndtert som en del av Folketrygdfondet's obligasjonsportefølje.