

Verdi for eier av et eiendomsselskap

Strategi, portefølje og enkelt-eiendom

Nicolas Brun Lie Knudtson

Bygg- og miljøteknikk

Innlevert: juni 2014

Hovedveileder: Svein Bjørberg, BAT

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Institutt for bygg, anlegg og transport



Oppgavens tittel: Verdi for eier av et eiendomsselskap	Dato: 10.06.2014			
	Antall sider (inkl. bilag): 125			
	Masteroppgave	X	Prosjektoppgave	
Navn: Nicolas Brun Lie Knudtzon				
Faglærer/veileder: Svein Bjørberg				
Eventuelle eksterne faglige kontakter/veiledere: Hallgrim Hjelmbrække				

Ekstrakt:

Hensikten med denne oppgaven er å kartlegge strategiske faktorer og metoder som kan optimalisere verdien for eier av et eiendomsselskap. Ledelsen i et eiendomsselskap må ta hensyn til både å møte leietakerne sine behov samt opprettholde eierinteressene gjennom strategisk styring av sine enkelt-eiendommer og eiendomsporteføljer.

Oppgaven består av tre temaer; strategi, portefølje og enkelt-eiendom som er vurdert basert på teori og litteratur, samt gjennom casestudier fra eiendomsselskaper i Norge. Undersøkelsene har vist seg å gi nyttige resultater på alle de tre aktuelle temaene. For at eiendomsselskaper skal optimalisere verdien for både portefølje- og enkelt-eiendomsnivå er det viktig at beslutninger blir tatt med hensyn til den overordnede strategien. Kjøp og salg av eiendommer samt drift og vedlikehold må derfor vurderes opp mot strategien, noe som gjøres gjennom en aktiv porteføljetilnærming.

I et land som Norge som har en relativt liten og ensrettet økonomi er det gjennom funnene i denne oppgaven vist at diversifiseringsmulighetene overvinnes av å være lokal og tilgjengelig for leietakerne. Eiendomsselskaper burde derfor rendyrke strategien og bli god på et marked i en eiendomstype, noe som vil gi eier større bytteverdi enn å diversifisere. En annen måte som kan bidra til optimalisering av verdien av et eiendomsselskap er cluster-tankegang. Å samle sammen leietaker med lik kjernevirksomhet i et geografisk område, samt oppkjøp av eiendommer med strategisk plasseringen, slik at man får kontroll over markedet, vil skape en attraktivitet for leietakere som igjen vil øke verdien for selskapet.

For eiere av enkelt-eiendom skapes verdi gjennom å møte leietakerens behov. På den måten vil eier oppnå verdi gjennom lange leieavtaler, høye leieinntekter og høy markedsverdi på bygget. Skrevet på en annen måte ved å benytte seg av verdibegrepene; hvis eier klarer å skape bruksverdi for bruker, til en fornuftig bytteverdi (leiepris, drifts og vedlikeholdskostnader), vil eier selv oppnå bruks- og bytteverdi. Klarer dermed eier å definere hva som gir en leietaker verdi, har eieren en unik mulighet til å selv oppnå verdi.

Stikkord:

1. Verdi
2. Eiendomsstrategi
3. Eiendomsportefølje
4. Enkelt-eiendom

(sign.)

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet i samarbeid med Instituttet for bygg, anlegg og transport ved Norges Tekniske Naturvitenskapelige Universitet (NTNU). TBA4930- Eiendomsledelse og forvaltning- masteroppgave omfatter 30 studiepoeng på vårsemesteret 2014.

Fagfeltet eiendomsutvikling vekket min interesse gjennom personlig erfaring og fag hold på NTNU. Det var derfor et ønske om å gå dypere inn i dette fagfeltet. Som eiendomsutvikler har man mulighet til å skape verdier gjennom å få inn leieinntekter, men også ved å tilby leietakere lokaler som gir dem en mulighet til å realisere sine verdier. En eiendomsutvikler kan også bidra til byutvikling ved å få inn leietakere som har noe å tilby et område, samt bidra til å skape et estetisk inntrykk.

Interessen for fagfeltet ga også motivasjon for å komme i kontakt med eiendomsutviklere i ”den virkelige verden”. Casestudie er derfor valgt, både for å skape en aktuell oppgave, men også fordi det bidrar til at jeg får personlig erfaringer. Prosessen har vært svært lærerik, samtidig utfordrende ved at kunnskapen i starten var begrenset. Læringskurven har vært stigende hele veien og jeg mener at jeg nå er bedre stilt til å se utviklingspotensial i eiendomsmarkedet.

Jeg ønsker å rette en spesiell takk til PhD kandidat Hallgrim Hjelmbrække, veileder og Professor II Svein Bjørberg og styreleder i Søylen Eiendom Carl Erik Krefting. Disse tre personene har vært med å rådført meg underveis i prosessen. De har også bidratt med konstruktiv kritikk og erfaringer. Jeg ønsker også å takke for samarbeidet med Entra Eiendom, Pecunia Eiendom, Aspelin Ramm Eiendom, Norwegian Property og Amedia som alle har bidratt til et aktuelt og bredt casestudie. Det samme gjelder de 20 andre selskapene som har svart på min spørreundersøkelse.

Trondheim, 10 juni 2013

Nicolas Brun Lie Knudtzon

Sammendrag

Hensikten med denne oppgaven er å kartlegge strategiske faktorer og metoder som kan optimalisere verdien for eier av et eiendomsselskap, både på enkelt-eiendomsnivå og på porteføljenivå. Ledelsen i et eiendomsselskap må ta hensyn til både å møte leietakerne sine behov samt opprettholde eierinteressene gjennom strategisk styring av sine enkelt-eiendommer og eiendomsporteføljer.

Oppgaven består av tre temaer; strategi, portefølje og enkelt-eiendom som er vurdert basert på teori og litteratur, samt gjennom casestudier fra eiendomsselskaper i Norge. På grunn av begrensninger med hensyn til omfanget av oppgaven er det gjennomført innsnevring. For strategi er det undersøkt hvordan selskaper danner sin strategi basert på "Porters five forces" (Porter M., 2008) og hvordan beslutninger burde bli tatt i henhold til den fastsatte strategien. For porteføljedelen er oppgaven innsnevret til å undersøke diversifiseringsmulighetene i eiendom og hvordan en cluster-tankegang kan implementeres for å oppnå størst mulig verdi for eieren. Det siste tema omhandler verdi i enkelteiendom. Temaet er innsnevret til å se på hva som gir verdi for eier, men også bruker i driftsfasen av kontorbygg. Det viser seg gjennom teori, litteratur og undersøkelser gjennomført i denne oppgave at eiers verdioppnåelse er svært avhengig av brukerens tilfredshet, og det er derfor også valgt å kartlegge brukerens behov.

Begrepet verdi er diffust, som baseres på subjektive tolkninger og meninger. Verdi handler om å tilfredsstille en brukers behov. For å spesifisere begrepet kan verdi deles inn i to grupper; bruksverdi og bytteverdi. Bruksverdi er i hvilken grad et produkt eller tjeneste tilfredsstiller brukerens ønsker og behov gjennom bruksfasen, uavhengig av kostnader og inntekter tilknyttet til kjøp og bruk av produktet eller tjenesten. Bytteverdien refereres til en spesifikk økonomisk pris som produktet eller tjenesten er verdt i markedet, og kan både være inntekter og utgifter avhengig av hvilket perspektiv du ser fra. Bruks- og bytteverdien henger sammen da den totale verdien som oppnås er forholdet dem imellom.

Undersøkelsene har vist seg å gi nyttig belysning av verdiskapning både på strateginivå, porteføljenivå og enkelt-eiendomsnivå. Casestudiet som er gjennomført har i noen grad vært i samsvar med litteraturen som er brukt i teori- og litteraturkapitlet. For å illustrere funnene i denne oppgaven og sammenhengen mellom de tre ulike temaene er dette best forklart ved å starte med enkelt-eiendom da verdiene i følge undersøkelsene i denne oppgaven i bunn og grunn kommer fra selve eiendommene. For eiere av enkelt-eiendom skapes verdi gjennom å møte leietakerens behov. På den måten vil eier oppnå verdi gjennom lange leieavtaler, høye leieinntekter og høy markedsverdi på bygget. Skrevet på en annen måte ved å benytte seg av verdibegrepene; hvis eier klarer å skape bruksverdi for bruker, til en fornuftig bytteverdi (leiepris, drifts og vedlikeholdskostnader), vil eier selv oppnå bruks- og bytteverdi. Klarer dermed eier å definere hva som gir en leietaker verdi, har eieren en unik mulighet til å selv oppnå verdi. Funnene i teori- og litteraturkapitlet viser at verdi for eier og bruker (leietaker) korrelerer i stor grad, så det ble også undersøkt hva som gir verdi for bruker. Eiendom skal for en bruker (leietaker) fungerer som et sted hvor en organisasjon kan realisere resultater gjennom godt arbeidsmiljø, høy effektivitet og produktivitet. Dette gjelder først og fremst byggets form, tilpasningsdyktigheten, fleksibiliteten, innemiljø, kvaliteten på tekniske anleggene, vedlikehold og relasjonen mellom bruker og eier. Undersøkelsene viser at de overordnede faktorene som beliggenheten og byggets representasjon er de viktigste faktorene

ved en eiendom for brukeren. De viktigste underordnede faktorene er tilpasningsdyktigheten, innemiljøet og de funksjonelle løsningene gjennom tekniske anlegg, samt god relasjon med eier i bruksfasen. Alle disse faktorene er med på å skape trivselsfaktoren til en bruker, og derfor de faktorene som eier må fokusere på. Dette stemmer veldig godt overens med funnene til Eikeland (2008) og Spencer & Winch (2002) beskrevet i teori- og litteraturkapitlet.

Det er dog viktig å være klar over at disse resultatene er basert på brukere av kontorbygg, og ikke andre type næringsbygg og/eller bolig som denne oppgaven også omhandler. Det er dog naturlig å tro at mange av faktorene også vil gjelde for andre eiendomstyper da mange av faktorene er standardiserte.

Selskaper har gjerne flere eiendommer som er samlet i selskapets eiendomsportefølje. For å optimalisere verdien til hele selskapet hjelper det derfor ikke kun å møte leietakerens behov. Det handler i følge funnene i teori-, litteratur- og casestudiene om å bygge opp en hel portefølje med fornøyde leietakere gjennom strategisk plassering av de ønskede eiendomstypene, med riktig type leietakere og forfallstruktur i henhold til den overordnede strategien. I teori- og litteraturkapitlet ble det diskutert diversifiseringsmetoder i USA og Storbritannia, noe som ga blandede resultater uten klare konklusjoner. Denne teorien og litteraturen diskuterte blant annet geografisk- og eiendomstype diversifiseringsmetoder. Resultatene viste dog at økonomisk diversifisering, som baseres på å spre eiendommer i forskjellige økonomiske regioner, ga større diversifiseringseffekt enn for geografisk diversifisering. I et land som Norge som har en relativt liten og ensrettet økonomi er det gjennom funnene i denne oppgaven vist at diversifiseringsmulighetene overvinnes av det å være lokal og tilgjengelig for leietakerne og derfor nedprioritert. Eiendomsselskaper i Norge burde derfor rendyrke strategien og bli god på et marked innenfor en eiendomstype, noe som vil gi eier større bytteverdi enn å diversifisere. Dette viser seg å gjelde spesielt for børsnoterte eiendomsselskaper med mange investorer. En annen måte som kan bidra til optimalisering av verdien av et eiendomsselskap er cluster-tankegang. Å samle sammen leietaker med lik kjernevirksomhet i et geografisk område, samt oppkjøp av eiendommer med strategisk plasseringen slik at man får kontroll over markedet vil skape en attraktivitet som vil tiltrekke et bredere spekter av leietakere som igjen vil øke bytteverdien for selskapet. En eier av et eiendomsselskap burde derfor tilrettelegge for en slik mulighet og bidra til å bygge opp clusterne.

For at eiendomsselskaper skal optimalisere verdien for både portefølje- og enkelt-eiendomsnivå er det viktig at beslutninger blir tatt i henhold til den overordnede strategien. Kjøp og salg av eiendommer samt drift og vedlikehold må derfor vurderes opp mot strategien og dette gjøres gjennom en aktiv porteføljetilnærming.

For å optimalisere verdiene til eier av et eiendomsselskap i Norge, må man derfor rendyrke strategien i henhold til kunnskapen, erfaringen og tilgjengeligheten, ta beslutningene i henhold til den overordnede strategien, fremme cluster-effekten for sine leietakere og møte leietakerne sine behov.

Abstract

The purpose of this thesis is to identify strategic factors and methods to optimize the value for the owner of a real estate firm. The management of a real estate firm must take into account the tenants needs as well as the interests of the owners, through strategic management of the individual properties and property portfolios.

The thesis is separated into three parts; strategy, portfolio and asset management of single properties, which is assessed based on theory and literature, as well as case studies from real estate firms in Norway. Due to the limitations in the scope of the thesis, the report has been shortened to reflect the issue in question. For strategy, the thesis examines how companies shape their strategy based on "Porter's five forces" (Porter M., 2008) and how decisions should be made in accordance with the approved strategy. For the portfolio the main goal of the thesis is to investigate diversification opportunities in the real estate market and study how a property-cluster can be implemented to achieve the greatest possible value for the owner. The last part of the thesis concerns the asset management of individual properties. Factors which creates value for the owner of the property, as well as for the users of the office building, is identified. The research done in this thesis shows that the owner's value attainment is highly dependent on the satisfaction of the user, and the thesis will therefore identify the user's needs.

The concept of value is vague, which is based on subjective interpretations and opinions. To specify the concept of value, it can be divided into two groups; use-value and exchange-value. Use-value is the degree to which a product or service meets the user's needs, regardless of the costs and revenues associated with the acquisition and use of the product or service. Exchange-value refers to a specific economic price of the product or service in the market and can be both revenues and expenses depending the perspective. Use-value and exchange-value are connected together, and will through the research done, affect the total value of the property.

The surveys prove to give useful results both on strategy, portfolio and asset management. The literature and the research done in this thesis shows that the owners of single properties can create value by meeting the tenant's needs. In this way, the owner achieves value through long leases, high rental income and high market value of the property. In other words, by including the value concept; if the owner succeeds to create use-value for the tenant, at a reasonable exchange-value (rental, operation and maintenance costs), the owner will achieve even greater use- and exchange-value. The literature shows that the value of the owner and tenant correlates, therefore it was also examined which factors creates value for the user. From a user's perspective, the value of a property increase when an organization can achieve results through good working environment, high efficiency and productivity. This applies primarily to the building's shape, adaptability, flexibility, indoor environment, quality of technical installations and maintenance. The impression of this study shows that the overriding factors as the location and the building's representation are the key factors in a property from a user perspective. The main sub-factors are adaptability, indoor climate and the functional solutions through technical facilities as well as good relationship with the owner. All these factors create job satisfaction for the user, and prove to be the factors which the owners should focus on. This agrees with the findings of Eikeland (2008) and Spencer & Winch (2002), described further in theory- and literature chapter.

It is however, important to note that these results are based on office properties, and not for other types of commercial and / or residential properties, which is also discussed in other parts of the thesis. However, it is natural to believe that many of the identified factors also applies to other property types as many of the factors are standardized.

Real estate firms often have several properties that are assembled in the company's portfolio. To optimize the value of the company as a whole, it is not enough to only meet the tenant's needs. The key to success is to build an entire portfolio of satisfied tenants through strategic placement of the desired property types, with the right tenants and maturity structure in accordance with the overall strategy. In the theory and literature chapter diversification methods in the United States and the UK is discussed. The theories and the literature discusses geographic and property type diversification methods as well as economical based diversification. The results show that there are diversification possibilities in real estate. But the results are mixed with no clear conclusions of which diversification method, between geographical- and property-type diversification, that gives the best results. The results however, prove that economic diversification, which is based on spreading properties in different economic regions, give greater diversification effect than geographic diversification. In a country like Norway, which has a relatively small and uniform economy, the findings in this study, demonstrate that diversification opportunities are being surmounted by locality and accessibility. Real estate firms in Norway should therefore focus their strategy in one market within a specific type of property (relatively to knowledge and experience), giving the owner greater exchange-value. This turns out to apply specially for listed companies with many investors. Another way, which can help optimizing the value of a property is clustering. By collecting tenants with similar core business in a geographical area, and acquiring properties with strategic locations to gain control of the market will attract a larger range of tenants which will increase the exchange-value of the company. Property owners should therefore facilitate such an opportunity and develop clusters.

Real estate firms can optimize value on both portfolio- and individual property level, as long as the decisions are taken in regard to the overall strategy. Acquiring and selling properties as well as operating and maintaining properties must be synergized with the overall strategy, which is done through an active portfolio approach.

In order to optimize the values of the owner of a real estate firm in Norway, one must therefore cultivate strategy according to knowledge, experience and availability, take decisions according to the overall strategy, promote clustering for their tenants and meet the tenant needs.

Innholdsfortegnelse

Innledning	2
Definisjoner	4
Verdibegrepet	4
Bruksverdi	5
Bytteverdi	5
Strategi	6
Roller i eiendom	8
Metode	10
Generell Teori	10
Kvantitativ og kvalitativ metode	10
Reliabilitet og validitet	11
Litteratursøk	12
Intervju	12
Casestudie	12
Anvendt metode	13
Litteratur	13
Søkestrategi og motorer	13
Intervju og case	14
Spørreundersøkelse	15
Oppbygning av oppgaven	16
Oppgavens reliabilitet og validitet	17
Feilkilder	18
1. Teori og litteratur	20
1.1 Strategi	20
1.1.1 Porters five forces	20
1.1.2 Hvordan forme en strategi	25
1.1.3 Beslutningsteori i eiendom	26
1.2 Portefølje	29
1.2.1 Diversifisering	30
1.2.2 Diversifisering i eiendom	34
1.2.3 Diversifisering: diskusjon	37
1.2.4 CLUSTER	47
1.3 Verdi i enkelteiendom	54
1.3.1 Bruksverdi vs. bytteverdi	54
1.3.2 Bruker- og eierinteresser	57
2. Casestudie	58
2.1 Case 1: Søylen Eiendom	58
2.1.1 Strategi og portefølje	58
2.1.2 Diversifisering	59
2.1.3 Cluster	61
2.2 Case 2: Pecunia Eiendom	63
2.2.1 Strategi og portefølje	63
2.2.2 Diversifisering	64
2.2.3 Cluster	65
2.3 Case 3: Norwegian Property (NPRO)	65
2.3.1 Strategi og portefølje	65
2.3.2 Diversifisering	66

2.3.3 Cluster	69
2.4 Hovedcase- Entra Eiendom.....	70
2.4.1 Om Entra Eiendom.....	70
2.4.2 Strategi.....	71
2.4.3 Portefølje.....	74
2.5 Enkelteiendom.....	79
2.5.1 Spørreundersøkelse Eier.....	79
2.5.2 Undersøkelse Bruker	86
2.5.3 Resultat.....	91
3. Diskusjon og konklusjon	96
3.1 Diskusjon strategi.....	96
3.1.1 Strategi.....	96
3.1.2 Beslutninger	97
3.2 Diskusjon portefølje.....	97
3.2.1 Diversifisering.....	97
3.2.2 Cluster	99
3.3 Diskusjon enkelt-eiendom.....	100
3.4 Samlet diskusjon og konklusjon.....	101
3.4.1 Forslag til videre forskning	102
Referanseliste	104
Vedlegg.....	108
Vedlegg 1- Intervju Strategi.....	109
Vedlegg 2- Intervju Portefølje.....	110
Vedlegg 3- Kart over 4-regionfordelingen	111
Vedlegg 4- Kart over 8-regionfordelingen	111
Vedlegg 5- Oversikt over fordelingen av økonomisk diversifisering.....	112

Figurliste

FIGUR 1: ROLLER I EIENDOMSFORVALTNING	8
FIGUR 2: RELIABILITET VS. VALIDITET	11
FIGUR 3: PORTERS FIVE FORCES	21
FIGUR 4: SIRKULÆR BESLUTNINGSPORSESS	28
FIGUR 5: INDIFFERENCE CURVE	32
FIGUR 6: EFFICIENT FRONTIER	33
FIGUR 7: AVKASTNING VS. RISIKO	41
FIGUR 8: CLUSTER-DANNELSER I SVERIGE	48
FIGUR 9: CLUSTER-DANNELSE OG UTVIKLING	51
FIGUR 10: ASSET VALUE MATRIX	56
FIGUR 11: CLUSTER-OVERSIKT, SØYLEN EIENDOM; 40% AV OMRÅDET	61
FIGUR 12: CLUSTER-OVERSIKT, SØYLEN, SCHAGE OG EIENDOMSSPAR	62
FIGUR 13: UTVIKLING AV LEIEPRISER I OSLO	62
FIGUR 14: FORFALLSSTRUKTUR LEIEKONTRAKTER, NPRO	68
FIGUR 15: CLUSTER-OVERSIKT I OSLO, NPRO	69
FIGUR 16: CLUSTER-OVERSIKT AKER BRYGGE, NPRO	70
FIGUR 17: PORTEFØLJEOVERSIKT, ENTRA EIENDOM	74
FIGUR 18: VIRKSOMHETSFORDELING, ENTRA EIENDOM	75
FIGUR 19: FORFALLSSTRUKTUR, ENTRA EIENDOM	77

Tabelliste

TABELL 1: KVANTITATIV VS. KVALITATIV METODE.....	10
TABELL 2: PORTEFØLJEOVERSIKT, ENTRA EIENDOM.....	75
TABELL 3: LEIEAVTALER, EIER.....	80
TABELL 4: VEDLIKEHOLD, EIER.....	81
TABELL 5: MARKEDSVERDI, EKSEMPEL.....	83
TABELL 6: TILPASNINGSDYKTIGHET, EIER.....	83
TABELL 7: MILJØ OG TEKNISK, EIER.....	84
TABELL 8: KUNDERELASJON, EIER.....	85
TABELL 9: REPRESENTASJON OG SYMBOLISME, BRUKER.....	86
TABELL 10: GENERELT, BRUKER.....	87
TABELL 11: TEKNISK OG MILJØ, BRUKER.....	88
TABELL 12: TILPASNINGSDYKTIGHET, BRUKER.....	89
TABELL 13: DRIFT OG VEDLIKEHOLD, BRUKER.....	90
TABELL 14: KUNDERELASJON, BRUKER.....	91

Innledning

Entra Eiendom er per dags dato eid av den norske stat, og forvaltes av Næring- og fiskeridepartementet. Eierskapet skal dog privatiseres og sannsynligvis noteres på Oslo Børs. Børsnoterte selskaper blir utsatt for stor oppmerksomhet fra investorer, analytikere, media, og myndigheter, og det vil derfor settes store krav til selskapet. For å noteres på Oslo Børs må det minimum være 500 eiere, som hver skal eie aksjer til en minimumsverdi på 10.000 kr (Deloitte, 2012). 500 eiere er vesentlig flere enn dagens ene eier, og dette medfører åpenbare utfordringer. For at et selskapet skal holde seg attraktive for investorer må selskapet først og fremst ha en klar strategi og klare prestasjonsmål, gjerne som et avkastningsmål. Strategien skal fortelle en investor hvordan selskapet skal nå sine mål og hva som skal til for å nå dem. Det er derfor helt essensielt at strategien er klar og tydelig slik at investoren oppnår den tryggheten som er ønsket. Dette gjelder også for andre eierskap som private statlig/offentlig eierskap, men ikke i like stor grad. Å utvikle en strategi og finne metoder og faktorer som er viktige for å oppnåelsen av målene er derfor ønskelig. Spørsmålet vil så være om dagens avkastningskrav for Entra Eiendom er godt nok etter gjennomføringen av privatiseringen? For å vurdere dette er det flere forhold som må vurderes, blant annet hvilket segment man driver sin virksomhet i og risikoen som medfører. Hovedvinklingen til denne oppgaven blir å se på strategisk styring av enkelt-eiendommer og eiendomsporteføljer til selskaper som kan bidra til å møte et avkastningskrav fra eierne av et eiendomsselskap.

For et eiendomsselskap handler det om å skape verdi for eierne gjennom å drive sin virksomhet på en riktig og effektiv måte. Hvilke strategiske valg og hva som er viktige faktorer som må tas hensyn til, er det ikke et fasitsvar på. Det denne oppgaven ønsker å finne ut er strategiske metoder og faktorer på portefølje- og enkelt-eiendomsnivå som kan bidra til å optimalisere verdien. Problemstillingen i denne oppgaven er derfor formet slik:

Gjennom utvikling av strategi for eiendom og eiendomsporteføljer, hvordan optimalisere de langsiktige verdiene for eier av et eiendomsselskap? Case: norske eiendomsselskaper.

Oppgaven er delt i tre temaer; strategi, portefølje og enkelt-eiendom. Entra Eiendom er valgt som hovedcase basert på at selskapet skal gjennom en privatiseringsprosess hvor kravene til de nye eierne vil bli annerledes enn hos dagens eiere. For del en og to, strategi- og porteføljenivået, er det også valgt å se nærmere på tre andre selskaper; Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom og Norwegian Property. På siste del, enkelt-eiendomsnivå, er det blitt sett på 27 aktører i bransjen gjennom en spørreundersøkelse, støttet oppunder av erfaringer fra Aspelin Ramm Eiendom og også her Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom og Entra Eiendom. Dette gir et større og bredere perspektiv på problemstillingen. Problemstillingen er vurdert på generell basis uavhengig av om selskap er på børs, privat eller statlig/offentlig eid.

Oppbyggingen til oppgaven er hovedsakelig delt inn i tre deler; 1. Teori og litteratur, 2. Case, 3. Diskusjon og konklusjon. Hver av delene tar for seg de overnevnte tre temaer; strategi, portefølje og enkelt-eiendom før de helt tilslutt blir satt i sammenheng.

Definisjoner

Det vil i denne delen av oppgaven bli gått igjennom to ulike begreper basert på annen litteratur og teori, samt ulike roller i eiendomsforvaltning. Verdi- og strategibegrepet er presentert før disse tilknyttes de spesifikke delene som denne oppgaven tar for seg.

Verdibegrepet

Begrepet verdi kan defineres på flere ulike måter. Et produkt eller en tjeneste er verdifull hvis den (Barney, 1991)

"exploits opportunities and/or neutralizes threats in a firm's environment"

eller (Bogner & Thomas, 1994)

"it either enables customer needs to be better satisfied "

Vi kan ut ifra disse sitatene si at verdi er basert på hver enkeltes oppfatning og behov, og er dermed subjektivt. Spencer and Winch (2002), forklarer at det selv innad i en organisasjon vil være ulike formeninger om hva som tilfører verdi. Brukere av eiendommer som ansatte og kunder vil for eksempel ha forskjellige perspektiver enn hva toppledelsen vil ha.

Bowman og Ambrosini (2000) foreslår et skille mellom bruksverdi og bytteverdi, hvor bruksverdi refereres til som de spesielle kravene en bruker ser etter i et produkt eller en tjeneste med hensyn til deres behov. Bytteverdien refereres som prisen man må betale for et produkt eller en tjeneste. Tar man for seg konkrete eiendomseksempler, vil bruksverdien for en leietaker være bruken av lokalene, mens bytteverdien vil være leieprisen. For eier vil bruksverdien være i hvilken grad og hvordan eiendommen blir brukt, mens bytteverdien kan være markedsverdien på eiendommen, leieinntektene og/eller andre inntekts- og utgiftsposter.

Hjelmbrekke (2013) skiller også mellom "Use Value" og "Exchange value" hvor førstnevnte kan forklares følgende:

"the specific qualities of the product perceived by the customers in relation to their needs (subjective judgements)"

og sistnevnte følgende:

"refers to price . It is the monetary amount realized at a single point in time when the exchange of the good take place"

Med utgangspunkt i sitatene over kan bytteverdi (Exchange Value) konkretiseres i større grad enn bruksverdi, da denne er tilknyttet en spesifikk økonomisk pris.

En annen måte å fremstille begrepet på verdi er ved hjelp av en brøk. Shen (2013) argumenterer for at verdibegrepet kan presenteres som forholdet mellom funksjon og kostnad:

$$Verdi = \frac{Function}{Cost} \quad eller \quad \frac{Satisfaction\ of\ needs}{Use\ of\ resources}$$

Hvor "function" bedre beskrives på følgende måte (Shen, 2013):

"The function is the performance characteristic of a product or a service which distinguishes it from the other products and services. It answers the question: "What does it do?" "

For å få en mer spesifikk definisjon av ordet verdi må man spesifisere nærmere hva man ser på. I eiendomssektoren er eiendom i seg selv en verdi som skal nyttiggjøres av eier og gi konkurransemessige fordeler (Hjelmbrekke, 2013). En eiendom har også en verdi for leietaker ved at de benytter seg av arealene, for forvaltere som baserer sin virksomhet gjennom og forvalte eiendommen, og samfunnet generelt ved at en eiendom for eksempel gir et positivt preg på et område.

Vi skal nå se nærmere på begrepene bruks- og bytteverdi, hvor vi starter med førstnevnte.

Bruksverdi

Bruksverdi er som regel tilknyttet et produkt eller en tjeneste. For å oppnå størst mulig verdi må produktet og/eller tjenesten skille seg ut fra andre aktører som tilbyr det samme. Sitatet til Shen (2013) over åpner for subjektive meninger som er i samsvar med sitatene til Bogner & Thomas (1994) og Barney (1991). Dette stemmer også godt overens med Hjelmbrekke (2013), som erstatter "function" med "benefit" i verdibrøken over. Det vil i denne sammenheng beskrive hvilke fordeler man sitter igjen med når man benytter seg av et produkt/tjeneste. Eksempler på fordeler ved bruk av et produkt eller en tjeneste kan for eksempel være økt produktivitet, bedre image og større tilgjengelighet.

Bruksverdi er dermed i hvilken grad et produkt eller tjeneste tilfredsstiller brukerens ønsker og behov gjennom bruksfasen, uavhengig av kostnader og inntekter tilknyttet til kjøp og bruk av produktet eller tjenesten.

Bytteverdi

Bytteverdi refereres til en pris, og er best forklart ved direkte relasjon til eiendom. Ved forvaltning og utvikling av eiendom er markedsverdien på eiendommen svært viktig. Markedsverdi er den verdien som en gjenstand, tjeneste eller et verdipapir kan bli solgt for i markedet (Det Store Norske Leksikon, 2007). På bakgrunn av definisjonene til markedsverdi og bytteverdi kan man konkludere med at markedsverdien på eiendommen er en type bytteverdi.

I følge Hjelmbrekke (2013) er bytteverdi referert til en pris. Det er derfor også viktig å poengtere at leieprisene er en bytteverdi for både eier og bruker. Dette gjelder også andre utgifter og inntekter som er tilknyttet bruken av eiendommen. Eksempler på dette er forvaltnings-, drifts- og vedlikeholdskostnader, samt eier- og fornyelseskostnader.

Som en oppsummering av de teoretiske begrepene av verdi, kan man si seg trygg på at dette er et diffust begrep som tillater forskjellige tolkninger. Bytteverdien til en eiendom kan kobles opp til en økonomisk pris, mens bruksverdien er tilknyttet brukerens og eierens ønsker og behov i bruksfasen.

Strategi

Strategi er (BusinessDictionary, 2014):

"A method or plan chosen to bring about a desired future, such as achievement of a goal or solution to a problem"

altså en metode eller en plan som skal føre til at et ønske blir oppnådd en gang i fremtiden gjennom oppnåelse av et mål eller et svar på et problem. Oxford Dictionaries (2014) definerer strategi som:

"A plan of action designed to achieve a long-term or overall aim",

altså en plan for handlingene du ønsker å utføre slik at du når de langsiktige målene.

Henry Mintzberg (1978) mener at ordet strategi har blitt definert på mange forskjellige måter, men at det ved nesten alle anledninger koker ned til:

"a set of guidelines that determines decisions into the futures",

altså et sett av retningslinjer som avgjør beslutningene som tas i fremtiden. Mintzberg (1978) tar for seg forskjellige definisjoner av strategi ved å se på forskjellige områder. I Spill-Teori representerer strategi et omfang av regler som skal styre bevegelsene til en spiller, mens i militær teori er strategi (Random House, 2014):

"the utilization, during both peace and war, of all of a nation's forces, through large-scale, long-range planning and development, to ensure security or victory",

som er oversatt til; utnyttelsen av hele nasjonens styrker, både ved fred og krig, gjennom stor skala, langsiktig planlegging og utvikling, for å sørge for sikkerhet og seier.

I management teori er Chandler (1962) definisjonen på strategi:

"the determination of the basic long-term goals and objectives of an enterprise, and the adoption of courses of action and the allocation of resources necessary for carrying out these goals"

altså fastsettelsen/bestemmelsene av de grunnleggende langsiktige målsetningene for en virksomhet, samt innføringen etter de bestemte retningslinjene slik at disse målene nåes. Mintzberg (1978) argumenterer for at alle disse definisjonene behandler strategi som

- Eksplisitt
- Utviklet bevisst og målrettet

- Laget før den spesifikke handlingen eller beslutningen som skal tas

og dermed konkluderer videre at strategi er en plan.

Ser man på en av Porter (2008) definisjoner på strategi:

” Strategy can be viewed as building defenses against the competitive forces or finding a position in the industry where the forces are weakest ”

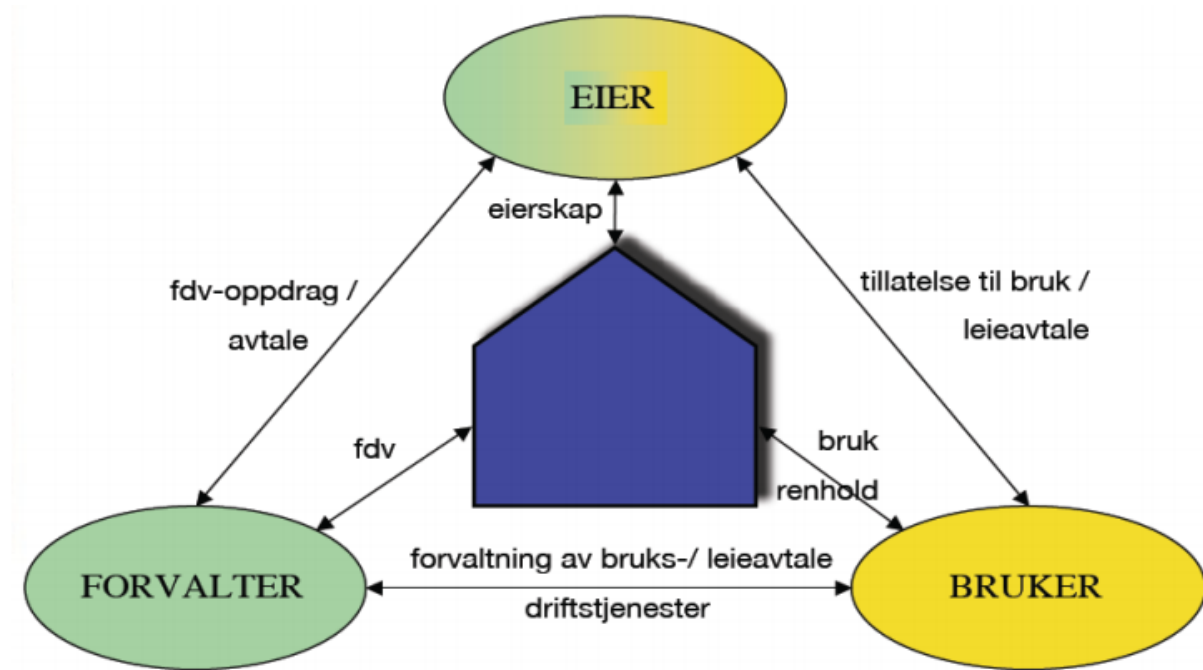
Strategi kan ses på som et forsvar mot konkurransekrefter eller en måte å finne en posisjon i markedet hvor nettopp disse kreftene er svakest. Det er dog i følge Porter (1996) viktig å skille mellom operasjonell effektivitet og strategi, selv om begge faktorene er helt essensielle med hensyn til den overordnede prestasjonen til et selskap. Den operasjonelle effektiviteten omhandler hvordan et selskap gjennomfører de samme aktivitetene som rivalene på en bedre måte. Dette kan for eksempel være gjennom større og mer effektiv utnyttelse av ressurser (Porter M., 1996). Strategi vil på den andre siden omhandle hvordan et selskap gjennomfører aktiviteter forskjellig enn sine rivaler. Det vil si at om alle selskaper i en bransje gjennomfører sin virksomhet på like måte (samme strategi), vil det være den operasjonelle effektiviteten som avgjør om selskapet lykkes eller ikke.

På bakgrunn av de definisjonene som til nå er blitt gjennomgått, kan man i denne oppgaven si at strategi er en plan på hvordan en virksomhet skal nå sine mål. Virksomhet vil i denne sammenheng gjelde alle typer felt, som for eksempel de overnevnte feltene: Spill Teori, Militær Teori eller Management Teori. I denne oppgaven vil det først og fremst bli sett på management strategi i form av hvordan et selskap legger opp sin strategi i konkurranseutsatte omgivelser.

Med konkurranseutsatte omgivelser menes omgivelser i næringslivet med flere aktører som søker å nå de samme målene (snl, 2014). Det finnes mange forskjellige typer konkurranser, som fullkommen fri konkurranse, fullkommen konkurranse, ufullkommen konkurranse oligopolistisk og monopolistisk konkurranse for å nevne noen. Denne oppgaven skal ikke ta for seg forskjellen på disse, men se på det med et overordnet syn, hvor flere aktører kjemper mot de samme målene.

Roller i eiendom

Det er hovedsakelig tre aktører i en eiendomsforvaltningsprosess; eier, forvalter og bruker. Relasjonene disse imellom er beskrevet ved hjelp av figuren 1 (Eikeland, 2008):



Figur 1: Roller i eiendomsforvaltning

Eier er den som har eierskap til bygget som bestemmer hva eiendommen skal brukes til. Eier er utleier som har de rettslige og økonomiske rettighetene og pliktene som følger med eiendommen og bestemmer alle endringer oppføringer, ombygninger og rivninger. Forvalteren skal ivareta eierens interesser og ansvar i forbindelse med forvaltning, drift, vedlikehold og utvikling av eiendommen. Forvalters oppgave er også å lage funksjonelle rammer for kjernevirksomheten og sørge for at lover og krav blir etterkommet. Brukeren er leietakere, som skal definere behovene og kravene som stilles til lokalene som blir leid ut (Støre-Valen & Bjørberg, 2013).

Som figuren over viser, har alle tre rollene sterk tilknytning til hverandre. Brukeren får tillatelse av eieren til å bruke eiendommen gjennom en leieavtale, mens forvalter har ansvaret for forvaltning av bruks- og leieavtalene gjennom driftstjenester som er avtalt i henhold til leieavtalen. Forvalters oppgave er med andre ord å opptre etter eiers ønsker, og det er derfor forvalteren og eieren blir diskutert som samme aktør i resten av denne oppgaven.

Metode

Dette kapitlet omhandler fremgangsmåten som er brukt for å belyse problemstillingen til denne oppgaven. Det vil bli presentert en generell forskningsmetode basert på litteratur, samt forskningskurs avholdt på NTNU høsten 2013.

Everett & Furseth (2012) argumenterer for at metodekapitlet skal beskrive hva man konkret har gjort for å besvare forskningsspørsmålet. Dette er viktig fordi det sier noe om forskningens etterprøvbarhet, altså om metoden er akseptert innenfor fagfeltet (Everett & Furseth, 2012).

Generell Teori

Det vil først bli gått gjennom teoretisk litteratur om ulike forskningsmetoder før den anvendte metoden i oppgaven vil blir fremstilt.

Kvantitativ og kvalitativ metode

I følge Samset (2013) er det vanlig å skille mellom kvalitativ og kvantitativ forskningsmetode. Fra et generelt perspektiv er forskjellen på disse følgende:

Kvantitativ	Kvalitativ
Tallbasert informasjon	Tekstlig informasjon
Få opplysninger om mange undersøkelses enheter	Mange opplysninger om få undersøkelsesenheter
Stor grad av etterprøvbarhet	Etterprøvbarhet er ofte problematisk
Stor vekt på presisjon	Stor vekt på relevans
Generalisert og samsvar som mål	Helhetsforståelse som mål

Tabell 1: Kvantitativ vs. Kvalitativ metode

Collis & Hussey (2009) argumenterer for at kvalitativ data er i normalform, mens kvantitativ data er i numerisk form, noe som stemmer godt overens med Samset (2013). Kvalitative undersøkelser er i følge Store Norske Leksikon (2014) informasjon som er samlet inn gjennom verbale beskrivelser og fortellinger, typisk intervjuer. Kvantitative undersøkelser er typisk informasjon som er samlet inn gjennom spørreundersøkelser og tester som kan måles i tall. Videre er samling av kvalitativ data for å sikre at alle variablene er blitt indentifisert eller data som gir informasjon som vi bli kvantifisert og tallfestet mot statistiske analyser.

Fordelene med kvantitativ forskningsmetode er at den er presis og kontrollert ved blant annet at den formulerer kausale årsaksforhold. En kvantitativ metode gjør det også mulig å predikere andre forhold (Langdridge, 2011). På den andre siden kan metoden overforenkle en kompleks menneskenatur, ved at den ikke tar høyde for at alt arbeid er subjektivt.

Fordelene med kvalitativ forskningsmetode er at den tar høyde for menneskes subjektive erfaringer og kan gi uventet innsikt i hvordan mennesker er. Den gjør det også mulig å se forskjellige verdener fra innsiden. Ulempen med denne metoden er at det ikke kan bruke

tradisjonelle begreper om validitet og reliabilitet (som skal bli diskutert etter dette) på dataene. Det er derfor ofte ikke riktig eller en gang mulig å generaliserer eller predikere på grunnlag av funnene. Forskningen må derfor rettferdiggjøres ettersom dette ennå ikke er en bredt akseptert metode (Langdridge, 2011).

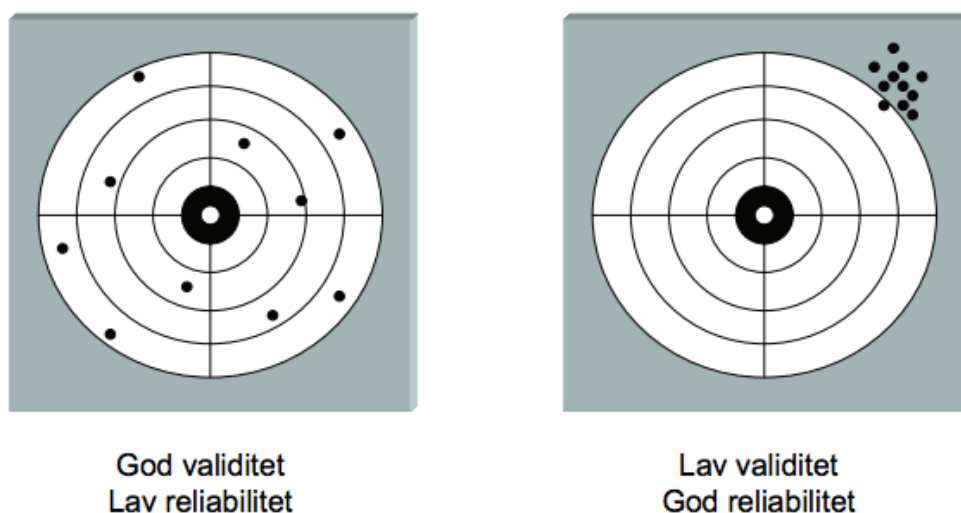
Det er i følge Nestor & Schutt (2012) ofte brukt en kombinasjon av kvantitative og kvalitative metoder ved at for eksempel kvalitativ forskning blir støttet oppunder kvantitativ metoder, eller omvendt. Denne kombinasjonen kan bidra til et mer spredt og selvsikkert studie i en kompleks problemstilling.

Reliabilitet og validitet

Ved vurdering av kredibiliteten og troverdigheten av et funn er det to aspekter som må vurderes; reliabilitet og validitet (Collis & Hussey, 2009). Reliabilitet beskriver etterprøvbarheten og påliteligheten til funnene. Det vil med andre ord si at dersom ulike personer bruker samme indikator uavhengig av hverandre på samme problem, vil de oppnå samme resultat (Samset, 2013). Definisjonen til Collis & Hussey (2009) vinkler dette på en litt annerledes måte; Reliabilitet refereres som forskjellene i resultatene hvis undersøkelsene ble gjort flere ganger. Spørsmålet man må stille seg er hvorvidt funnene eller bevisene og konklusjonen gir en nøyaktig gransking av problemstillingen (Collis & Hussey, 2009)?

Validitet omhandler gyldigheten til funnene, og hvorvidt det samsvarer med det vi ønsker å måle mot. En test er godkjent hvis den demonstrerer og måler hva etterforskeren tror og mener at den gjør (Collis & Hussey, 2009). Samset (2013) mener validitet må baseres på skjønn og noe som ikke kan etterprøves. Validitet sikres ved å velge hensiktsmessige indikatorer som gir mest mulig direkte mål og som til sammen gir en god indikasjon på det som skal måles (Samset, 2013). Skrevet på en annen måte så skal en test med god validitet belyse problemstillingen som er satt.

Sammenhengen mellom validitet og reliabilitet er illustrert i figur 2:



Figur 2: Reliabilitet vs. validitet

Litteratursøk

Litteratursøk henger sammen ved to prinsipper. En masteroppgave tar utgangspunkt i den viten andre har kommet frem til, som en så søker og videreutvikler (Everett & Furseth, 2012), og den skal også bidra til kunnskapsutvikling ved å komme frem til en eller annen ny kunnskap. Hensikten med litteratursøk er også tosidig. For det første skal forfatteren vise leseren at han er orientert på forskningsfeltet og for det andre skal søket forhindre at man tar opp uaktuelle temaer eller beskriver spørsmål som allerede er besvart (Everett & Furseth, 2012).

Intervju

Et intervju er i følge Collis & Hussey (2009) en kvalitativ metode for å samle data hvor valgte intervjuobjekter blir stilt spørsmål for å finne ut hva de gjør, føler eller tenker. Hensikten er å samle inn primærdata for å utforske meninger, erfaringer, holdninger, og følelser som mennesker har til felles. Intervjuer er gjerne strukturerte, noe som menes med at spørsmålene er planlagt i forveien. Det er også vanlige med ustrukturerte intervjuer som ikke er planlagt på forhånd. Dette kan gjennomføres individuelt, i grupper, ansikt mot ansikt, telefon, email og video.

For strukturerte intervjuer er det vanlig å forberede spørsmål som vil gi et sett av klare svar for hvert spørsmål. Det er vanlig med noen åpne spørsmål som gir intervjuobjektet muligheten til å svare på sin måte, med sine egne meninger (Collis & Hussey, 2009). Strukturerte intervjuer er enkle å sammenligne da hvert intervju har samme spørsmål og klare og definerte grenser.

Ustrukturerte intervjuer er intervjuer som ikke er forberedt, men utviklet og formet gjennom intervjuet. Slike intervjuer blir gjerne mer åpne enn strukturerte intervjuer. Collis & Hussey (2009) anbefaler å ta lydopptak av ustrukturerte intervjuer da dette kan bidra til å trekke frem et mer robust og helhetlig bilde av svarene til intervjuobjektet.

En mellomting mellom strukturerte og ustrukturerte intervjuer er semi-strukturerte intervjuer. For slike intervjuer er noen av spørsmålene forberedt, men intervjueren har mulighet til å legge til spørsmål for å oppnå større detaljert forståelse (Collis & Hussey, 2009). For de to sistnevnte metodene vil det være en større utfordring å sammenligne intervjuer. Spørsmålene som blir stilt og svarene på disse vil variere fra intervju til intervju, og kan selv belyse områder intervjueren ikke har forberedt. Utfordringen ligger ved bearbeidingen av disse, da det er vanskeligere å holde spørsmålene og svarene innen for rammeverket, og dermed vanskeligere å analysere svarene i ettertid (Collis & Hussey, 2009).

Casestudie

Casestudier er en bestemt undersøkelsesmetode som er brukt for å belyse ett fenomen i en naturlig setting ved bruk av ulike metoder for å oppnå en utdypet kunnskap (Collis & Hussey, 2009). Andersen (2009) argumenterer for at casestudie er en anvendt metode innenfor alle former for sosialvitenskapelig undersøkelser, der det omfatter tradisjonelle disipliner som psykologi, sosiologi, politologi, antropologi, historie og økonomi. En slik undersøkelse omhandler kun en virksomhet, hvor man må undersøke en rekke variabler som formodes henger sammen med hverandre (Andersen I., 2009). Med en virksomhet menes en spesifikk business, en gruppe, en hendelse, en prosess, en person eller andre fenomener (Collis &

Hussey, 2009). Yin (2003) identifiserer casestudier ved at forskninger skal utforske et bestemt fenomen, men også forstå dem i en bestemt sammenheng. Forskningen starter ikke med et sett av spørsmål, og man skal bruke flere metoder, kvalitativ og kvantitativ, for å samle data.

Anvendt metode

I denne delen av oppgaven presenteres metoden som er benyttet for å belyse problemstillingen til oppgaven: Gjennom utvikling av strategi av eiendom og eiendomsporteføljer; hvordan optimalisere de langsiktige verdiene for eier av et eiendomsselskap? Det er valgt en case tilnærminger ved å se på flere ulike eiendomsselskaper i Norge.

Det har vært et ønske om å tydeliggjøre strategiske metoder som blir brukt i den virkelige verden for å optimalisere verdien for eierne av et eiendomsselskap. Dette er et svært omfattende tema hvor alle metoder ikke kan diskuteres. På bakgrunn av omfanget av denne oppgaven har det blitt snevret inn på strategisk styring av eiendomsporteføljer og enkelt-eiendom. Det er også blitt gjennomført innsnevring på disse områdene. For porteføljedelen er diversifisering og cluster-tenking prioritert uavhengig av eiendomstyper, mens for enkelt-eiendomsdelen har fokuset ligget på kontoreiendom. Den overordnede strategien og beslutningsfasen er også diskutert.

Oppgaven er om nevnt delt inn i tre temaer; strategi, portefølje og enkelt-eiendom. Entra Eiendom er valgt som hovedcase basert på at selskapet per dags dato er eid av den norske stat, og forvaltes av Næring- og handelsdepartementet (NHD). Eierskapet skal dog privatiseres, og sannsynligvis noteres på Oslo Børs, og må derfor gjennom strukturelle endringer. For tema nummer en og to; strategi- og porteføljenivået, er det også valgt å se nærmere på tre andre selskaper; Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom og Norwegian Property. På siste tema; enkelt-eiendomsnivå, er det blitt sett på 27 aktører i bransjen gjennom en spørreundersøkelse, støttet oppunder av erfaringer fra Aspelin Ramm Eiendom og også her Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom og Entra Eiendom. Dette gir et større og bredere perspektiv på problemstillingen. Problemstillingen er vurdert på generell basis uavhengig av om selskap er på børs, privat eller statlig/offentlig eid.

Litteratur

I denne delen er den relevante litteraturen og måten den er funnet presentert. Det har vært et ønske om å finne litteratur fra bøker, rapporter, artikler og forelesninger med stor grad av troverdighet med relevant innhold som reflekterte problemstillingen så godt som mulig.

Søkestrategi og motorer

Det er blitt søkt på nasjonale og internasjonale kilder for alle tre temaer i oppgaven. Litteraturfunnene er blitt gjennomgått, samt kilder som ble benyttet for å skrive dem. Dette åpnet for mer spesifikke og relevante søk mot problemstillingen av oppgaven. Litteraturfunnene ble mer og mer aktuelle og prosessen enklere jo mer litteratur som ble gjennomgått.

Søknadsmotorene som hovedsakelig er blitt brukt er Google Scholar og BIBSYS, samt nettbibliotek som Emerald Insight og Wiley Online Library.

Søkene ble basert på ord, fraser og avgrensinger slik at søkeområdet skulle bli så spesifikt som mulig. Hovedsakelig ble disse gjort på engelsk da det har gitt et bredere og mer omfattende omfang av resultater. Det har under hele prosessen vært fokus på å være kildekritisk. Det er derfor alltid blitt gjort enkle undersøkelser om forfatterne av de forskjellige litteraturene samt hvor og hvilket forlag som har publisert. Har det vært tvil om troverdigheten er kilden ikke blitt benyttet.

Intervju og case

Det har vært et ønske om å få innsikt i eiendomsselskap som hovedsakelig driver sin virksomhet i Norge. Det er derfor blitt gjennomført flere intervjuer med aktører som har betydelig kunnskap og erfaring innenfor fagfeltet som denne oppgaven omhandler. De kvalitative undersøkelsene er presentert og kan ses på som et casekapittel ved at det vurderes spesifikke fenomener, business eller en gruppe (Collis & Hussey, 2009). Disse fenomenene omhandler portefølje- og enkelt-eiendomsstrategien til de bestemte selskapene og hvordan de er bygd opp, slik at det kan belyse flere aspekter i de respektive områdene i Norge. Dette bringer oppgaven en innsikt i den virkelige verden og deres faktiske metoder.

Det ble gjennomført både ustrukturerte intervjuer og semi-strukturerte intervjuer (Collis & Hussey, 2009). De ustrukturerte intervjuene ble først og fremst gjennomført for strategi- og porteføljedelen av casene (se oppbygging av oppgaven) fordi kunnskaper om dette tema var begrenset. Derfor ble ledende spørsmål stilt hvor intervjueren guidet intervjuobjektet inn på riktig spor.

I tillegg ble det gjennomført en spørreundersøkelse som 27 aktører har deltatt på, både på eier og brukersiden av bygg. Denne kvantitative metoden ble valgt fordi verdi for bruker og eier i driftsfasen av et kontorbygg er nokså standardisert (Horn, 2014). Det ble i tillegg gjennomført kvalitative undersøker gjennom fem intervjuer for å få en enda bedre forståelse av faget og for å støtte oppunder den kvantitative metoden (Nestor & Schutt, 2012). Disse intervjuene ble gjennomført som et semi-strukturert intervju med spørreundersøkelsen som mal og med muligheter for å stille tilleggsspørsmål (Collis & Hussey, 2009). En slik blandet forskningsmetode gir resultatene et bredere spekter og dermed bedre validitet i en ellers kompleks problemstilling (Nestor & Schutt, 2012). Spørsmålene som ble stilt ble formet ved hjelp av den teoretiske delen og ved hjelp fra samtaler med Hallgrim Hjelbrekke, Svein Bjørberg og Carl Erik Krefting. Intervjumalene på strategi- og porteføljenivå er lagt til som vedlegg 1 og 2. Spørreundersøkelsen som er grunnlagt for intervjuene på enkelt-eiendomsnivå er fremstilt i casekapitlet i oppgaven.

Store deler av teorien og litteraturen som er blitt brukt, da spesielt i strategi- og porteføljekapitlet, kommer fra utlandet, hovedsakelig fra USA. Dette har gjort kravene til intervjuene større. En god diversifiseringsstrategi i USA er ikke nødvendigvis en god strategi i et vesentlig mindre land som Norge. Da Entra Eiendom, Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom og Norwegian Property (NPRO) ble valg som case for strategi- og porteføljenivå, var det naturlig å snakke med dem personlig for å få en utdypet forståelse av deres virksomheter. Disse selskapene ble valgt fordi de representerer et tverrsnitt av eiendomsselskaper som opererer i de største byene i Norge. Søylen Eiendom og Pecunia Eiendom er to relativt små privateide selskaper sammenlignet med NPRO som er på børs og Entra Eiendom som er et statlig eid selskap i en privatiseringsprosess. Man får dermed et innblikk i private, statlige og børsnoterte selskap, i ulike markedssegmenter. I tillegg så er andre personer i andre selskaper

intervjuet som er skrevet mer om under. Annen informasjon om selskapene er hentet fra deres hjemmeside, samt års- og kvartalsrapporter. Følgende 9 personer er intervjuet fordelt på 11 intervjuer og 9 selskaper:

- **Klaus-Anders Nysteen, administrerende direktør i Entra Eiendom:** Målet med samtalen var å få et overordnet blikk av forretningsstrategien til Entra, og hvordan denne er dannet, samt å forstå hvordan strategien implementeres nedover i selskapet med fokus på porteføljer og enkelt-eiendommene.
- **Erlend Garmann Tuntland, investeringssjef i Entra Eiendom:** Målet for samtalen var å forstå Entra sin porteføljeoppbygning, hvordan og hvilke metoder Entra bruker i den forstand og kunne vurdere om beslutninger tilknyttet porteføljene skjer i henhold til den overordnede strategien.
- **Sonja Horn, regionsdirektør i Entra Eiendom:** Målet for samtalen var å definere hva som gir verdi for Entra i bruksfasen av kontoreiendommene sine, og kunne vurdere om beslutninger tilknyttet enkelteiendommer skjer i henhold til den overordnede strategien.
- **Carl Erik Krefting, styreleder og founding partner i Søylen Eiendom:** Det er gjennomført to intervjuer med Krefting. Målene med intervjuene har vært å finne ut hvordan Søylen oppnår verdi for enkelt-eiendom og hvilke porteføljemetoder selskapet bruker. Strategien ble også diskutert.
- **Hans Thomas Knudtzon, viseadministrerende direktør i Pecunia Eiendom:** Det er også her gjennomført to intervjuer med Knudtzon. Målene med intervjuene har vært å finne ut hvordan Pecunia oppnår verdi for enkelt-eiendom og hvilke porteføljemetoder selskapet bruker. Strategien ble også diskutert.
- **Sigmund Sletvold, direktør transaksjoner i Norwegian Property:** Målet for samtalen var å forstå NPRO sin porteføljeoppbygning, hvordan og hvilke metoder Entra bruker i den forstand og kunne vurdere om beslutninger tilknyttet porteføljene skjer i henhold til den overordnede strategien.
- **Peter Groth, administrerende direktør i Aspelin Ramm Eiendom:** Målet for intervjuet var å definere hva som gir verdi for Aspelin Ramm i bruksfasen av kontoreiendommene sine.
- **Svein Bjørberg, rådgiver i Multiconsult og Professor II ved NTNU:** Målet for samtalen var å få et innblikk i hvilke faktorer som skaper verdi for bruker av et kontorlokale i driftsfasen av et bygg.
- **Marit Skatrud Andersen, daglig leder i A-media:** Målet for samtalen var å få et innblikk i hvilke faktorer som skaper verdi for bruker av et kontorlokale i driftsfasen av et bygg.

Spørreundersøkelse

For enkelt-eiendomsdelen ble sendt ut spørreundersøkelser til flere aktører i eiendomsbransjen, hovedsakelig lokalisert i Oslo. For å begrense oppgave ble kontoreiendom valgt som undersøkelsesområdet. Om undersøkelsen skulle omfattet flere eiendomstyper hadde det blitt for omfattende med hensyn til en masteroppgave. To ulike spørreundersøkelser ble sendt ut, ett til eieren og ett til brukeren. Det ble mottatt 13 svar fra eiersiden og 14 fra brukersiden, totalt 27 spørreundersøkelser. Responsen var overraskende bra, hvor rundt halvparten av de spurte svarte. Norsk Eiendom (2013) har en lengre medlemsliste av aktører innenfor eiendomsbransjen. Denne listen ble aktivt brukt for å kontakte bedrifter som var aktuelle for undersøkelsen. På grunnlag av det store antall mottatte undersøkelser, er det blitt valgt å holde aktørene anonyme, utenom intervjuobjektene som tidligere ble presentert.

Spørsmålene i undersøkelsen er basert på litteratur og diskusjoner med Svein Bjørberg i Multiconsult og Carl Erik Krefting i Søylen Eiendom. Et bredt spekter med kilder ble brukt for at spørsmålene skulle bli så relevante som mulig. Den største utfordringen var å dekke alle aktuelle verdiområder uten at undersøkelsen skulle bli for omfattende. Det var viktig for å få størst mulig kvalitet på undersøkelsene, og spørsmålene ble derfor klare og tydelige uten å nødvendigvis trenge omfattende svar.

Det var i starten et håp om å få eier og bruker av samme eiendommer til å svare på undersøkelsene. På denne måten ville resultatene lettere kunne sammenlignes. Dette viste seg å være vanskelig, da flere aktører ikke har hatt muligheten til å svare.

Spørreundersøkelsene ble først og fremst basert på avkrysning med fire ulike alternativer; ”veldig viktig”, ”viktig”, ”ikke så viktig” og ”ikke viktig”. Fire alternativer ble valgt på bakgrunn av NS3424 ”Tilstandsanalyse på byggverk”, hvor klassifisering av tilstandsgrad er fordelt på fire ulike alternativer fra 0 til 3. Få svaralternativer ble favorisert, da dette kunne føre til mindre diffuse og usikre svar.

Man må ta høyde for at tolkningene av alternativene er noe subjektive, da alle som har svart på disse undersøkelsene kan ha forskjellig oppfatning av ordet ”viktig”. Det har derfor vært fokus på å kommunisere følgende ønskede definisjoner:

- **Veldig viktig:** Helt avgjørende for å lykkes innenfor virksomhetsområdet
- **Viktig:** En viktig faktor, men ikke helt avgjørende for virksomhetsområdet
- **Ikke så viktig:** Har noe å si, men ikke i noen større grad
- **Ikke viktig:** Absolutt ikke viktig for virksomhetsområdet

Vanlige spørsmål med ønsket tekstsvart ble også brukt i noen grad. Denne typen spørsmål er gjerne brukt som oppfølgingsspørsmål fra avkrysningene, da det var ønskelig å gå dypere inn i temaet. Ett rangeringsspørsmål hvor man skulle rangere viktigheten av forskjellige elementer i bygget ble også benyttet i undersøkelsen til bruker. Dette var delvis vellykket på grunnlag av at mange misforsto fremgangsmåten.

Et usikkerhetsmoment er om alle svarene i undersøkelsen er blitt basert på kontorbygg, da noen svar skiller seg vesentlig ut. Budskapet ble formidlet så godt som mulig, men allikevel virker det som om noen har basert sine svar på et generelt syn på eiendom.

Svarene på undersøkelsene er samlet sammen i ett og samme skjema slik at gjennomgangen skal bli mer oversiktlig. Svaralternativene som majoriteten har svart på og som danner grunnlag for konsensus er markert i gul. Hvert tema er blitt diskutert med bakgrunn på undersøkelsene, og kommentert og utfylt ekstra ved hjelp av intervjuene.

Oppbygning av oppgaven

På grunn av at flere forskjellige temaer er diskutert er en matriseformet oppbygning av oppgaven valgt. Dette skal få leseren til å få en mer oversiktlig inntrykk og forståelse av oppgaven. Oppgaven starter med å definere verdi og strategi fordi disse begrepene er aktuelle gjennom hele oppgaven. Oppgaven er så delt i tre hoveddeler; 1. Teori og litteratur, 2. Case og 3. Diskusjon og konklusjon:

- Del 1: Teori og litteratur
 1. Strategi
 2. Portefølje
 3. Enkelt-eiendom
- Del 2: Case
 1. Presentasjon av alle fire selskaper om
 - a. Strategi
 - b. Portefølje
 2. Spørreundersøkelse om enkelteiendom med diskusjon av intervjuer
- Del 3: Diskusjon og konklusjon
 1. Diskusjon av strategi
 2. Diskusjon av portefølje
 3. Diskusjon av enkelteiendom
 4. Konklusjon av strategi, portefølje og enkelteiendom

Del 1 er videre delt i tre undertemaer; 1. Strategi, 2. Portefølje og 3. Enkelt-eiendom. Del 2 er strukturert slik at strategi og portefølje blir presentert i fire case hver for seg, mens spørreundersøkelsen og intervjuene om enkelteiendom blir presentert separat. Grunnen til at denne metoden er valgt er fordi enkelt-eiendomskapitlet er mer standardisert enn de andre, og derfor er den best presentert som en helhetlig diskusjon. Del 3 er strukturert ved at hvert underdel i del 1 blir diskutert opp mot hver underdel i del 2. Oppgaven avsluttes med en konklusjon som omhandler sammenhengen mellom strategi, portefølje og enkelt-eiendom.

Oppgavens reliabilitet og validitet

Denne oppgaven baseres på både kvalitative og kvantitative metoder. Det er dog de kvalitative metodene som er dominerende, mens spørreundersøkelsen (kvantitativ) er ment til å gi utfyllende informasjon i tillegg til intervjuene (kvalitativ). Denne vurderingen er som nevnt tatt på bakgrunn av at den best mulig besvarer problemstillingen til oppgaven ved å se på hvordan aktører faktisk legger opp til sin strategi.

Litteraturen som er brukt er som nevnt bøker, forskningsartikler- og rapporter og forelesninger som forfatteren har hatt på NTNU. Store deler av litteraturen er internasjonal, og dermed ikke direkte overførbart til det norske eiendomsmarkedet. Dette er også sett på som en mulighet ved at utenlandske strategier kan overføres til norske eiendomsselskaper. Store deler av litteraturen er tilknyttet større og kjente publikasjoner som for eksempel "*Harvard Business Review*" og "*Real Estate Journal*" skrevet av ulike forfattere. Det er også brukt teori og litteratur fra professorer på NTNU. Litteraturens validitet vurderes derfor som god. Det aller meste av litteraturen som er benyttet er sporbar og kan finnes i referanselisten. Den litteraturen som ikke er sporbar er interne kilder fra NTNU og "itslearning". Det kreves her at innlogging og derfor ikke tilgjengelig for alle. Flere av de benyttede kildene i porteføljedelen er basert på historiske avkastningstall fra anerkjente indekser i de respektive landene. Dette skal være troverdige tall som øker reliabiliteten til resultatene. Det er dog eldre forskningsartikler som burde vært oppdatert.

Casestudiets validitet er delvis god. Det er intervjuet ni forskjellige selskaper i tillegg til at rundt 20 andre har besvart undersøkelsen. Tatt omfanget av en masteroppgave i betraktning er dette vurdert som et betydelig antall, men for at oppgave skulle hatt god validitet burde det ha

blitt gjennomført flere intervjuer og hatt flere deltagere på spørreundersøkelsene. Flere selskaper av ulik størrelse og tankegang er intervjuet, noe som gir et god og bredt tverrsnitt av ulike strategier og virksomheter.

Reliabiliteten er vurdert som god da valget av intervjuobjekter er personer med god erfaring. Det var også i noen tilfeller utfordrende å holde intervjuobjektene innenfor de ønskede områdene i de ustrukturerte intervjuene, noe som kan ha svekket reliabiliteten noe. For spørreundersøkelsene er det noe annerledes. 27 undersøkelser er blitt vurdert, hvor flertallet av svarene er ganske like, noe som styrker reliabiliteten til undersøkelsene. Totalt sett vurderes denne som ganske god. Forfatteren er overbevist om at resultatene hadde blitt de samme om man skulle undersøkt det om igjen (Collis & Hussey, 2009).

Feilkilder

Kildebruken i oppgaven anses som god og det samme gjelder for casekapitlet. Størst sjanse for feilkilder ligger nok i spørreundersøkelsen da ulike oppfatning av spørsmålene og svar kategoriene kan påvirke svaret. Det samme gjelder for intervjuerne da intervjuobjektene har vesentlig større erfaring en intervjueren og på den måten kan tolke spørsmålene som blir stilt annerledes. Disse er dog tatt opp på bånd og de uklarhetene som har vært ble etterkommunisert direkte med personen selv. Forfatteren av denne oppgaven har også liten erfaring med intervjuer og spørreundersøkelse, noe som også kan ha ført til misforståelser. Forfatteren har dog prøvd å være nøytral i evaluering og ikke latt seg påvirke personlig meninger, men heller om selskapets meninger.

1. Teori og litteratur

Begrepene verdi og strategi er gjennomgått og definert og vil bli brukt gjennom hele oppgaven. Teorikapitlet er delt inn i tre undertemaer; strategi, portefølje og enkelt-eiendom. Dette kapitlet starter med å gjennomgå strategibegrepet ved å se på viktige faktorer som man må ta hensyn til når man skal forme en strategi. Det er også sett på beslutningsteori og hvilke hensyn som må tas med hensyn til strategien. Porteføljer vil så bli diskutert som andre undertema. Det vil da bli sett på diversifisering og cluster-tankegang i eiendomsporteføljer og hvilke fordeler det kan gi med hensyn til bytteverdien til et eiendomsselskap. Siste undertema omhandler bruks- og bytteverdi med hensyn til enkelt-eiendom, samt roller i eiendomsforvaltning.

1.1 Strategi

I en næring med rivalisering blant flere aktører og konkurrenter, er det viktig for selskap å legge en strategi som holder dem konkurransedyktige. For å overleve i konkurranseutsatte omgivelser i et langsiktig perspektiv så er man avhengig av å kunne svare strategisk på konkurransen, og holde oversikt over sine konkurrenter.

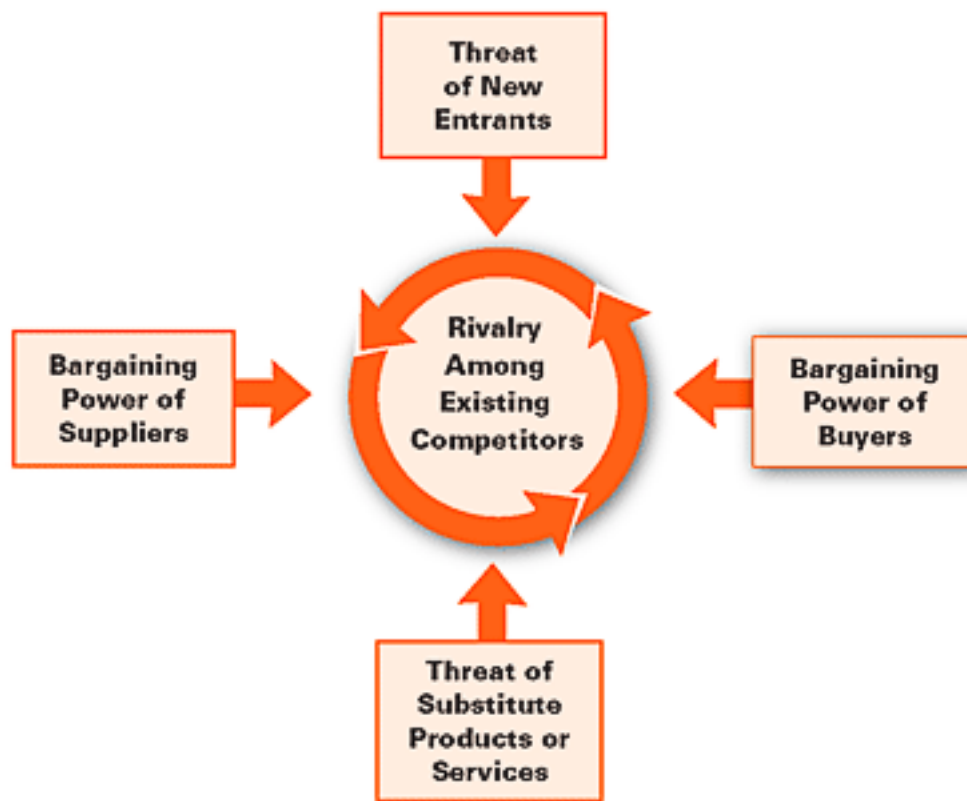
1.1.1 Porters five forces

I *"The Five Competitive Forces That Shape Strategy"* skriver Micheal E. Porter (2008) at det ikke holder med en strategi på hvordan rivalisering skal håndteres. Man må i tillegg til dette, ta høyde for fire andre faktorer; kunder, leverandører, potensielle nykommere og nyvinninger/erstatninger. Disse fem faktorene blir i denne sammenheng omtalt som krefter.

Michael E. Porter er en anerkjent amerikansk professor på Harvard Business School, som leder for instituttet "Strategy and Competitiveness" (snl, 2014). Han er blant annet kjent for sitt forfatterskap av *"The Five Forces"*, de fem kreftene som gjør seg gjeldende på en konkurransearena. På bakgrunn av at hans teorier er brukt i over 10 relativt nye og oppdaterte ledende strategiske lærebøker over hele verden (Dobbs, 2012), er denne litteraturen valgt. Det antas at dette er en sikker og troverdig kilde som dekker de viktigste punktene ved forming av strategi. Det er dog noen kritikere av denne teorien, som vil bli gjennomgått senere i oppgaven.

I en tidligere artikkel *"The Five Forces that Shapes Industry Competition"* skrevet av samme forfatter, ble det funnet at uavhengig av industri, så vil de underliggende driverne for lønnsomheten til en bedrift være de samme. Disse undersøkelsen er basert på forskning innenfor forskjellige industrier som; bil-, kunst-, fly-, tekstil-, hotell- og helseindustrien (med flere). De viser seg at det er industristrukturen som driver konkurransen og lønnsomheten, og ikke om industriene produserer produkter, tilbyr tjenester, om de er fremvoksende, stabile, regulert eller ikke. For å danne et rammeverk for konkurransedyktighet, er det helt essensielt å skjønne konkurransekreftene og deres underliggende faktorer, samt avdekke de fundamentale grunnene til dagens lønnsomhet (Porter M., *The five competitive forces that shapes strategy*, 2008). Dette er bedre forklart gjennom samspillet mellom Porters fem "krefter", og som nå

skal bli diskutert, se figur 3. Det er forsøkt å illustrert de fem kreftene med eiendomseksempler der det har latt seg gjøre.



Figur 3: Porters five forces

”Threat of new Entrants”

Trusselen for nykommere eller nye konkurrenter utgjør en av de fem kreftene. Fra et industrielt perspektiv vil nykommere innta et marked med kapital og et ønske om å kapre en markedsandel, noe som vil sette press på prisene, kostnadene og investeringsratene i markedet. I noen tilfeller kan også nye konkurrenter innta et marked med stor kapitalstyrke, for eksempel gjennom diversifisert portefølje fra andre marked. Truslene om stor konkurranse kan derfor sette stort press på et marked, og eventuelle monopolister eller større aktører vil bli tvunget til å sette ned prisene eller øke investeringene for å holde andre unna. Barrieren for å entre et slik marked er avhengig av hvilke og hvor mange aktører som styrer markedet. Det er her syv forskjellige fordeler en aktør med stort markedsandel sitter med:

1. **Tilbudssidens stordriftsfordel (“economies of scale”):** Fordelen ved å produsere i store mengder som resulterer i lave produksjonskostnader per enhet på bakgrunn av at man kan fordele faste kostnader på flere enheter. Dette vil øke inngangsbarrieren for andre konkurrenter. Nykommere vil derfor bli tvunget til å entre markedet i stor skala, noe som kan være svært kostnadskrevenende, eller tilby varer som vil koste mer å produsere som vil gi dem en ulempe.
2. **Etterspørselssidens ”storskalafordel”:** Dette er en fordel som går ut på at etterspørselen følger de største markedsaktørene. Dette oppstår når kjøpers villighet til

å betale for produktet øker i takt med antallet som kjøper produktet fra en bestemt leverandør. Kjøpere har en tendens til å føle seg tryggere på større selskaper.

3. **Kunders økte kostnader ved å endre tilbyder:** I noen tilfeller, kan det medføre ekstra kostnader for en forbruker ved å skifte leverandør. Jo større disse kostnadene er jo større blir barrieren for en kunde å skifte leverandør. Dette kan forklares ved hjelp av et typisk eiendomseksempel: Om et leietaker ønsker å skifte lokaler, så vil det medføre store kostnader i form av flytting, samt potensielle tap i form av tapte inntekter, fordi leietaker må sette av store ressurser i flyttingen. Denne barrieren kan være helt essensiell for om en ønsker flytting eller ikke.
4. **Kapitalkrav:** Skal man entre et nytt marked kan det føre til store kapitalinvesteringer for å konkurrere med de andre aktørene i bransjen. Dette er en barriere i seg selv, men det kan også være problematisk å skaffe denne kapitalen om man ikke er veletablert eller er i en spesiell situasjon som får folk til å investere penger i den nyetablerte bedriften. Fra et eiendoms perspektiv som er så kapitalkrevende, vil dette punktet være svært aktuelt.
5. **Fordel utenom størrelse:** I noen bransjer kan et selskap ha unike fordeler utenom markedsandelen og størrelsen som kan øke barrieren til eventuelle nye konkurrenter. I et eiendoms perspektiv kan dette for eksempel være beliggenhet. Et selskap som ikke nødvendigvis trenger å være så stort, kan ha skaffet seg en svært stor fordel ved å ha plassert sin eiendomsmasse på strategisk riktig steder, og vil med det ikke være direkte truet av ny konkurranse.
6. **Ulik tilgang til distribusjonskanaler:** Nye aktører må som alle andre sikre sine distribusjonskanaler for sine produkter eller tjenester. Dette kan by på utfordringer spesielt i veletablerte bransjer, da de fleste kanaler vil være i bruk. En slik barriere kan i noen tilfeller være så vanskelig å komme forbi at man vil bli nødt til å skape nye kanaler. Et eksempel på dette er, som Porter (2008) er inne på, måten lavpris flyselskaper har rådet folk til å bestille egne flybilletter på internett, fremfor å gå gjennom bookingselskaper.
7. **Politisk innflytelse:** Regjeringen kan forsterke eller forhindre nye aktører å entre en bransje gjennom for eksempel lisens og andre restriksjonskrav. Slike restriksjoner burde brukes relativt til antall nye potensielle aktører, som for eksempel ny oppstartete selskaper og utenlandske selskaper. På den andre siden kan regjeringen også gjøre det enklere for aktører å entre en bransje gjennom for eksempel direkte subsidier eller andre indirekte metoder.

”The power of suppliers”

Rollen til leverandøren er også av betydning. En leverandør med sterk markedsposisjon klarer å skape større verdier for seg selv på bakgrunn av at de kan sette høyere pris, begrense kvaliteten og servicen til produktene eller tjeneste de tilbyr. Slike ”mektige” leverandører har muligheten til å begrense profitten til sine kunde og marked generelt på grunn av at selskapet ikke har andre leverandøralternativer. Kjennetegnet på slike leverandører kan være:

- Produktene og tjenestene leverandøren tilbyr er ofte mer konsentrert enn hva markedet som leverandøren selger til. Typisk eksempel kan være monopol på elektrisk anlegg i nybygg.
- Leverandøren er ikke avhengig av en og samme industri. De opererer i forskjellige markeder og ønsker å maksimere profitten i hvert enkelt marked. Om et marked skiller seg ut som det største, kan det være at leverandøren tilrettelegger noe mer.

- Leverandøren sitter i en posisjon hvor det vil bli relativt dyrt for kundene deres å skifte leverandør. Det vil dermed være vanskelig for selskapene å sammenligne leverandørenes tilbud.
- Leverandør sitter med et unik produkt som skiller seg fra andre.
- Leverandøren tilbyr noe unikt, som er uerstattelig.

Et selskaper er derfor avhengig av et bredt spekter av leverandører for å minimere kostnadene og øke profitten. For å forhindre dette er man nødt til å standardisere spesifikasjonene for et produkt eller tjeneste som du er ute etter, slik at selskapet kan variere mellom forskjellig leverandører.

”The power of the buyer”

Kundene kan ha en viss makt over et selskaps ved at de kan presse ned prisene på det de selger. De kan også forvente eller kreve en høyere kvalitet som i begge tilfeller vil minske profitten til selskapet som selger varen en tjenesten gjennom høyere kostnad eller lavere salgspris. Pressing av prisene vil være aktuelt dersom kunden har flere alternativer, og på den måten forhandle deretter. Noen kundegrupper vil ha større forhandlingsgrunnlag hvis:

- Det finnes få kjøpere, og at hver kunde kjøper en større andel av det totale tilbudet. Det sistnevnte er spesielt viktig for bransjer med høye faste kostnader, som for eksempel eiendom.
- Kjøpere har flere alternativer, gjennom for eksempel standardisert masseproduksjon av industrivarer. Kunden vil dermed kunne forhandle ved å sette en vare opp mot en identisk en, tilbudt av en annen selger.
- Kostnadene for å skifte et eksisterende produkt med en annen identisk vare er lav.
- Kjøper kan utfordre selger ved å produsere selgers vare selv, på bakgrunn av at selger tar seg godt betalt. Dette må dog være et realistisk utfall for at utfordringen skal være troverdig.

Faktorene over avhenger av hvor prissensitive kundene er. Prissensitivitet beskriver kundenes kjøpeadferd når prisen på et produkt endrer seg (Investopedia, 2014). Homogene varer som folk er avhengig av er mer prissensitive enn andre varer på bakgrunn av at kjøpsalternativene er større. Dette kan illustreres med et enkelt eksempel: Hvis en selger øker prisen på en homogen vare, vil kundene flykte til en annen selger selv om prisøkningen er svært liten. Det er derfor svært viktig å evaluere produktet som et selskap selger, og kartlegge sensitiviteten til kundene sine. Noen vurderinger som burde vurderes i denne sammenheng er:

- Hvis det du selger utgjør en signifikant del av kundens budsjett vil kunden være prissensitiv. Kunder vil dermed bruke ressurser på forhandling og se etter andre alternativer. Eiendom kan beskrives som en slik vare.
- Hvis kunden er under økonomisk press og lite likvid vil det resultere til økt sensitivitet. Kunder med god kontantstrøm vil som oftest være mindre prissensitive.
- Hvis produktet eller tjeneste som kunde kjøper, har mindre å si for kundens sluttprodukt, vil kunden være mer sensitive på pris. Om salgsproduktet er helt avgjørende for resultatet til kunden, vil prissensitiviteten ikke være like stor, da prisen ikke er det aller viktigste. Betalingsvilligheten vil øke deretter.
- Hvis selgers produkt har mindre å si for kundens andre kostnader vil også prissensitiviteten øke. I det motsatte scenarioet, hvis selgers produkt har mye å si for

kundens totale kostnader eller produksjonsevne vil prissensitiviteten minske. Det er typisk at kunden da vil være mer opptatt av kvalitet fremfor pris.

”The threat of substitutes”

Trusler for nyvinninger og/eller erstatninger for produkter eller tjenester vil alltid være tilstede. Dette er nyvinninger som gir de samme funksjonene som en annen vare, og dermed erstattet den gamle. Porter (2008) gir konkrete eksempler på dette; Plastikk som en erstatter for aluminium og e-mail som erstatter av brev. Indirekte erstatninger må det også tas høyde for. Med dette menes nyvinninger som vil påvirke produktet eller tjeneste et selskap tilbyr uten at det er direkte konkurrerende. Slike hendelser og situasjoner kan potensielt gå utover profitten og vekstmulighetene til en virksomhet. Trusler for slike nyvinninger kan være spesielt store i bransjer hvor erstatnings mulighetene er konkurransedyktige på pris som vil si billigere. Dette henger også sammen med kostnadene tilknyttet bytting av produktet eller tjenesten. Er disse kostnadene lave vil det naturligvis være større fare for at andre vil komme med nyvinninger som kan erstatte dagens tilbud.

”Rivalry among existing competitors”

En konkurranseutsatt næringer blir i samfunnsøkonomisk teori styrt av tilbud og etterspørsel. Dette avhenger naturlig nok av hvilken type konkurranse en bransje er i, men man vil uansett oppleve rivalisering blant de som søker de samme målene, altså blant konkurrentene. Slike omstendigheter er forskjellig fra bransje til bransje, men noen faktorer er klare og tydelige, blant annet at det fører til mindre profitt for selskapene som konkurrerer om de samme godene. Porter (2008) mener det er flere faktorer som kan tyde på høy rivalisering:

- Flere konkurrenter med lik størrelse og markedsrett
- Bransjen vokser sakte, med stor kamp om markedsandeler
- Barrieren for å forlate og entre bransjen er høy. Det refereres spesielt til bransjer med kapitalkrevende og spesial eiendeler.
- Konkurrentene er svært dedikerte med stor fokus på deres virksomhet.
- Deltakere klarer ikke å lese konkurrentenes signaler og strategi på grunn av lik tankegang og virksomhet, ulike tilnærming til konkurransesituasjonen eller forskjellige mål.

Det viser seg at rivalisering har spesielt tilknytning til lønnsomhet om virksomheten er prisbasert (Porter M., The five competitive forces that shapes strategy, 2008). Grunnen til det er fordi priskonkurransen overfører deler av profitten direkte fra selskapet til deres kunder fordi konkurrentene lett kan matche prisene til hverandre, samt at kundene får mer fokus på prisen enn kvalitet og servicen tilknyttet varen eller tjeneste. Det viser seg også at andre faktorer som service, leveranse og rykte ikke slår ut på lønnsomheten i samme grad som prisen.

Det er også viktig å bemerke seg at i et marked hvor alle stiller på lik linje vil en seier for en aktør føre til et tap for en annen, som i seg selv drar ned lønnsomheten til hele bransjen. Risikoen vill alltid være høyere i en konkurranseutsatt næring, og derfor viktig at selskaper i samme bransje utnytter alle kunder og spesifiserer deres segment. Da kan også rivalisering være en positiv faktor som gir økt lønnsomhet og ekspansjonsmuligheter for en hel bransje

gjennom større utvalg av varer og tjenester til forskjellige priser og kvalitet (Porter M., 2008). En slik effekt vil bli diskutert i cluster-kapitlet senere i oppgaven.

Det neste spørsmålet en må stille seg er hvordan disse fem kreftene skal være med på å danne en strategi for et selskap i et konkurranseutsatt marked.

1.1.2 Hvordan forme en strategi

Porter (2008) mener at forståelsen av de fem kreftene som er blitt gjennomgått over er et godt utgangspunkt når et selskap skal forme en strategi. Samlet sett er de fem kreftene en beskrivelse eller en forklaring på hvorfor lønnsomheten til bransjer er det den er. Det er derfor viktig å vite historisk lønnsomheten til bransjen sett under ett og hvordan dette har utviklet seg gjennom tiden. En analyse som baserer seg på de fem kreftene kan også være til stor hjelp når en skal avdekke ulike aspekter i bransjen, og på den måten danne seg et bilde av styrkene og svakhetene til et selskap. Analysen kan også gi svar på spørsmålet: "I hvilken posisjon står selskapet ditt i med hensyn til dine kunder, leverandører, potensielle erstattere, rivalisering og nye konkurrenter?" (Porter M., 2008).

På bakgrunn av dette vil man forstå hvordan bransjen er bygget opp og dermed danne ett grunnlag for strategiske handlinger. Typiske handlinger kan være posisjonering, forutse og utnytte endringer i markedet og optimalisere kreftene slik at selskapet beveger seg mot en mer lønnsom virksomhet.

Å posisjonere seg riktig i et konkurranseutsatt marked er helt essensielt for å lykkes. For å sitere Porter en gang til:

"strategy is to find a position in the industry where the competitive forces are weakest"

altså å finne en posisjon i markedet som får de overnevnte kreftene til å være svakest, for eksempel ved å minske kundemakten eller hindre nye konkurrenter å entre markedet som du er en del av.

Et marked eller en bransje vil til en hvert tid gå gjennom en utvikling. Å kunne forutse og utnytte disse endringer til sin fordel gjennom nye strategiske handlinger, slik at man blir satt i en god posisjon, er særdeles viktig i konkurranseutsatte sammenhenger. Endringer medfører at det oppstår nye konkurransedyktige posisjoner, som vil åpne for muligheter for aktører i bransjen. For å illustrere dette har Porter sett på utviklingen i musikkbransjen som de siste ti årene har vært gjennom en fundamental utvikling, hvor nye våkne markedsaktører kom og befestet sin stilling som markedsledende (Porter M., 2008).

Et selskap kan forsøke å optimalisere kreftene for å øke lønnsomheten. Dette kan ifølge Porter (2008) gjøres på selskapsnivå, men også på bransjenivå. Et selskap kan lede en hel bransje mot nye og mer konkurransedyktige forhold som vil være til fordel for alle de delaktige aktørene. Det finnes to måter å gjennomføre dette på; 1. restrukturere lønnsomheten til fordel for monopolistene eller aktørene med en vesentlig markedsandel, det vil så å dele opp "kaken" på nytt, eller 2. øke den totale lønnsomheten i markedet, det vil si øke "kakens" størrelse. 1. vil ha til hensikt å redusere andelen av lønnsomheten som kunde, leverandør, nye konkurrenter og/eller nyvinninger/erstatninger får ved fri konkurranse, mens 2. øke den totale verdien på industrien, for eksempel gjennom å ha et tettere samarbeid med leverandører som øker effektiviteten i verdikjeden.

Kommentarer

Porters (2008) teori om at de fem kreftenes kollektive styrke bestemmer den potensielle lønnsomheten i en bransje, har vist å være utfordrende å implementere i den reelle verden (Dobbs, 2012). Dette har Porter selv erkjent, som senere har beskrevet noen faktorer som har gitt utfordringer. Joan Magretta (2011) og Lee, Kim & Park (2011) samt Michael Dobb (2012) har alle evaluert kreftene og kommet frem til disse utfordringene (Dobbs, 2012):

- De fem kreftene kan føre til ufullstendig, unøyaktig og lite nyttig analyser, og i verst tenkelig scenario misledende og feil avgjørelsesgrunnlag.
- De er skeptiske til hvordan de fem kreftene er illustrert med eksempler. Porter tar for seg mange eksempler, men disse eksemplene er som oftest overfladiske og lite detaljerte.
- Modellen mister tydeligheten og strukturen på grunn av uoversiktlig bruk av trusler. De mener hovedhensikten til modellen forsvinner på grunn av dette.
- De mener modellen gir feilaktige oppfatningen om at den skal brukes som et verktøy for å evaluere attraktiviteten til bransjen, isteden for å se hvordan det er mulig å finne strategiske muligheter for hvordan et selskap kan konkurrere mer effektivt i bransjen.

Selv om det er skeptisisme rundt denne modellen, er de klare og tydelige på at det er en god teoretisk modell, som i bunn og grunn gjør det mer forståelig å skjønne de underliggende strukturelle faktorene i en bransje. Dobbs (2012) argumenter også at rekkefølgen til de fem kreftene burde presenteres annerledes. Han mener rekkefølgen burde være basert på hvor godt kjent man er med hver kraft basert på tidligere fag og livserfaring. I dette tilfelle hans forslag slik 1. Rivalisering, 2. Kundens makt, 3. Leverandørens makt, 4. Trusselen for nye konkurrenter og den minst kjente blant allmenheten 5. Potensielle erstatninger.

1.1.3 Beslutningsteori i eiendom

Strategien burde være det første et selskap utarbeider før man legger opp eller endrer strukturen i selskapet. Strategien er viktigere enn strukturen, da strategien skal forme strukturen (Williams, 2009). Williams (2009) foreslår å starte på toppen av organisasjonen, for så å implementere strategien nedover i hierarkiet og forme selskapet deretter. Når den overordnede strategien for et selskap er dannet er den neste utfordringen hvordan den skal implementeres og danne strukturen. For et eiendomsselskap er det for eksempel viktig at kjøp- og salgsbeslutningene er i henhold til den overordnede strategien. Spørsmålet man må stille seg er hvordan man skal samkjøre prosjekter og investeringer opp mot strategiske prioriteringene?

Beslutningsfasen til en investering består av følgende 5 steg (Hargitay & Yu, 1993):

1. Definere mål og hensikten/formål
2. Lete etter mulige investeringsalternativer som er i henhold til steg 1
3. Evaluere, sammenlign og ranger alternativene med hensyn til risiko og forventet avkastning
4. Valg av det/de beste alternativene
5. Evaluere konsekvensene av valget som tidligere har blitt gjort, og konkludere investeringen med hensyn til steg 1

Denne metoden viser tydelig at hele prosessen skal være i henhold til steg 1, altså etter hensikten, formålet og målene som er satt i tidligere fase.

Det er også viktig å poengtere forskjellen mellom mål og hensikt/formål. Hensikt/formål er den overordnede strategien som er satt av investorene, og som ikke definerer spesifikke mål. Målene definerer spesifikke mål om de ønskede konsekvensene av investeringen, og påvirker hvordan ledelsen og det operasjonelle beslutninger blir gjennomført.

I steg 2 kan beslutningene være svært påvirket av mangel på alternativ, og at strategien dermed kan bli formet ut i fra muligheten som tilbyr seg. Steg 5 foreslår at man bør gjennomgå investeringen god tid etter at den er blitt gjort, og på den måten får man en sirkulær prosess. Dette steget mener Hargitay & Yu (1993) er helt essensielt for at beslutningsprosessen skal være effektiv slik at virksomheten beveger seg mot målene og hensikten som er satt i steg 1.

I en annen artikkel "Real Estate Investment Strategi" (Emerald Insight, 2012) foreslår en lignende fremgangsmåte basert på Hargitay & Yu (1993) spesifisert mot eiendom:

1. Definere hensikten/formålet og målene for eiendomsporteføljen
2. Formulere en spesifikk strategi og dens kriterier for et eventuelt valg
3. Vurdering av hvert individuelle prosjekt opp mot steg 1 og 2
4. Nærmere undersøkelser av de aktuelle prosjektene som møter risiko og avkastningskriteriene satt i steg 1 og 2
5. Gjennomføring av investeringsbeslutningen og implementering av de nødvendige handlingene
6. Optimalisering som link til steg 1

Denne fremgangsmåten har lagt til et ekstra steg som tydeliggjør den ønskede sirkulære prosessen.

I artikkelen "*An Investigation of Real Estate Investment Decision-Making Practices*" skrevet av Farragher og Savage (2008), mener forfatterne at beslutningsprosessen er avhengig av aktørens erfaring, dømmekraft og kreativitet fordelt på følgende 9 steg:

1. Valg av strategi
2. Etabler mål om risiko og avkastningskrav
3. Søk etter investeringsobjekter
4. Estimer fremtidig forventet avkastning
5. Evaluer de fremtidige estimeringen fra steg 4
6. Vurder og juster for risiko
7. Beslutning
8. Implementer de besluttede forslagene
9. Revider de operasjonelle prestasjonene

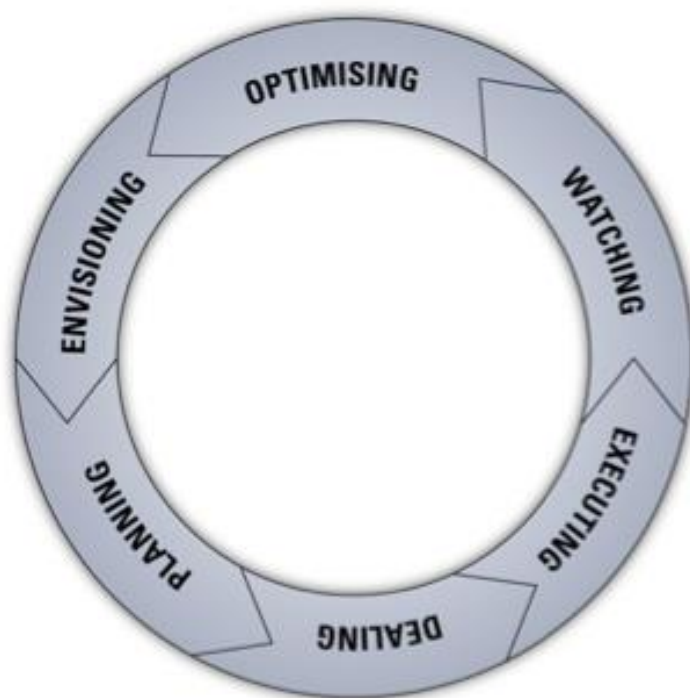
I "*REIT Investment Decision Making: A Multi Step Process?*" skrevet av Parker (2010) er nettopp dette tema diskutert for REITs (Real Estate investment trust). REITs er eiendomsselskap som eier og drifter eiendom over hele verden og som oftest i alle typer eiendom. Parker (2010) ønsket å identifisere beslutningsprosessen for eiendomsselskap, ved å se på teoretiske litteratur om dette tema. Han har evaluert 10 ulike fremgangsmåter, alle skrevet i perioden 1989 til 2008, deriblant Hargitay & Yu (1993) og Farragher og Savage (2008). Parker finner klare likhetstegn blant litteraturen som er analysert. Sirkulær

fremgangsmåte og risikoaspektet er to faktorer som skiller seg noe ut. Noe av litteraturen unnlater steg 5 fra Hargitay & Yu (1993) og steg 6 fra Emerald Insight (2012) som omhandler den sirkulære prosessen om at man burde evaluere investeringen i henhold til strategien selv god tid etter at investeringen har skjedd. Noe av litteraturen har også unnlatt å nevne risiko og avkastning og noen har tatt med spesifikke analysemetoder for eiendom som for eksempel DCF-metoden (discounted cash flow).

Parker (2010) har kommet frem til en hypotese som, gjennom evaluering av litteraturen mot REITs type virksomhet, skal illustrere følgende forslag om innholdet av en beslutningsprosess:

- Definere hensikten og begrunnelsen for porteføljen, som kan beskrives som visjonsfasen;
- Fastsetter hvordan hensikten og begrunnelsen for porteføljen vil implementeres i praksis, som kan beskrives som planleggingsfasen;
- Ønske å realisere planleggingsfasen, som kan beskrives som "the dealing phase";
- Konvertere planleggingsfasen til den virkelige verden, som kan beskrives som gjennomføringsfasen;
- Overvåking porteføljeutviklingen, som kan beskrives som "the watching phase";
- Koble "the watching phase" og visjonsfasen mot hverandre gjennom en aktiv prosess som kan beskrives som optimaliseringsfasen.

Disse punktene er forslått på bakgrunn av at en beslutningsprosess i eiendom er sekvensiell, lineær og som en sirkulær prosess. Figur 4 illustrerer dette.



Figur 4: Sirkulær beslutningsprosess

1.2 Portefølje

Et selskap som har eiendeler og som baserer sin virksomhet rundt disse, vil gjerne samle sine eiendeler i en portefølje. En portefølje er en samling av produkter og tjenester som er tilbudt av et selskap (Businessdictionary, 2014), eller en samling av egenskaper som danner ens meninger, kvaliteter, utdanning og erfaringer (University, 2014). I finans er en portefølje en gruppering av finansielle eiendeler slik som aksjer, obligasjoner og kontantekvivalenter (Investopedia, 2014). En slik portefølje må bygges opp med hensyn til risikotoleransen og investeringsmål til investoren som sitter som eier av eiendelene.

På bakgrunn av disse definisjonene kan man konkludere videre i oppgaven at en portefølje er en gruppering, eller en samling av eiendeler, egenskaper, eller tjenester avhengig av hvilket perspektiv man ser det fra. For et rent eiendomsselskap vil porteføljen bestå av eiendommer.

Det finnes mange ulike strategier i porteføljeforvaltning. I denne oppgaven skal det diskuteres teoretisk diversifisering samt ulike diversifiseringsmetoder som kan brukes i eiendom. Det vil også bli vurdert hvorvidt cluster-teknikk kan implementeres i en eiendomsstrategi.

Det finnes ulike måter å bygge opp en portefølje på. Stier (2010) argumenterer for at man burde skille mellom porteføljekonstruksjon, porteføljeplanlegging og porteføljepolitikk (Emerald Insight, 2012). Ved konstruksjonen og planlegging av en portefølje er det hovedsakelig to fremgangsmåter som er verdt å nevne i denne sammenhengen; ”top-down” og ”bottom-up”. Ved en ”top-down” struktur ser man på det store bildet av det aktuelle analyseområdet, og stykker det opp i mindre komponenter (Investopedia, 2014). Man ender da opp med å skaffe oversikt over det store og det hele før man går inn å evaluerer de underliggende faktorene. En slik fremgangsmåte starter med analyser av det nasjonale markedet og videre på regionalt nivå, lokalt nivå og så på enkelt eiendomsnivå (Souza, 2014). ”Bottom-up” er på mange måter det motsatte av ”top-down”, hvor man starter å analysere de underliggende faktorene. Fokuset ligger for eksempel på enkelte spesifikke selskaper i stedet for på en hel bransje (Investopedia, 2014). Fra et eiendomsperspektiv vil en slik fremgangsmåte starte med en investeringsbeslutning av en enkelt eiendom og forstå de potensielle risikoene og avkastningene tilknyttet denne beslutningen. Neste steg vil være å evaluere eiendommens verdi basert på form, drift, økonomi og demografi før man evaluerer om eiendommens posisjon er i henhold til porteføljestrategien (Souza, 2014).

Stier (2010) mener ”bottom-up” fremgangsmåten er seg bedre for eiendomsporteføljer som allerede eksisterer. Grunnen til det er at det vil bli enklere å evaluere hvordan porteføljen kan restruktureres til en mer optimal struktur. På den andre siden er ”top-down” fremgangsmåten seg best når man skal danne nye porteføljer på bakgrunn av stokastiske variabler. Denne metoden er bedre på bakgrunn av at det er enklere å bygge opp porteføljen med hensyn til andre referansemålinger, samt å danne effektiv fordeling av eiendommene i porteføljen (Emerald Insight, 2012).

Når det gjelder porteføljepolitikk vil det mest aktuelle diskusjonstema være valget om passiv eller aktiv tilnærming. Passive tilnærmingen er basert på at det ikke er mulig å slå markedet i det lange løp, og man må derfor ha en strategi som går ut på å kjøpe og selge i henhold til markedstrender og inflasjon. En passiv investor antar at all informasjon er reflektert i prisen og ikke tror på feilprising av investeringsobjekter. En investor med en slik strategi vil investere i objekter som ikke krever prognoser om fremtiden (NASDAQ, 2014). Den aktive tilnærmingen er basert på det motsatte, altså at det er mulig å slå markedet. Dette innebærer å for eksempel kjøpe underprisede investeringsobjekter eller såkalte ”short-investering” som gå

ut på å vedde på nedgang i prisingen av et investeringsobjekt (Portfoliomanagement, 2014). En aktiv investor vil bruke informasjon til å estimere en fremtidig pris eller prestasjon i stedet for å kjøpe en eierandel i et fond og sitte med den.

1.2.1 Diversifisering

For et eiendomsselskap vil et ønsket scenario være å optimalisere en eiendomsportefølje gjennom størst mulig fremtidig bytteverdi i form av avkastning. Da det er umulig å vite en slik fremtidig avkastning, er det gjennom teoretiske sannsynlighetsmodeller mulig å regne på estimer som kan gi en pekepinne på hvordan man best mulig skal optimalisere en portefølje. Når man kombinerer ulike eiendeler som sammen danner en portefølje, vil sammensetningen av disse eiendelene være svært viktig på bakgrunn av den helhetlige risikoen til porteføljen. ”Modern Portfolio Theory” (MPT) tar for seg dette gjennom et rammeverk for å kalkulere risiko relativt til avkastning.

Modern Portfolio Theory, MPT

Modern Portfolio Theory er et rammeverk for å kalkulere risikoen relativt til avkastningen til porteføljer. Rammeverket vil ikke bli direkte brukt videre i denne oppgaven, men illustrerer gjennom en matematiske modell hvordan porteføljedyversifisering kan optimalisere avkastningen i forhold til risikoen. Denne teorien og analyserammeverket ble utviklet av Harry Markowitz i 1952, og har siden det vært svært viktig i denne sammenheng. Markowitz har tidligere vunnet Sveriges Riksbank Pris i Økonomisk Vitenskap til minne for Alfred Nobel, samt John Von Neumann Teori Pris (The Nobel Foundation, 1990).

Teorien ble først og fremst utviklet med hensyn til aksjeinvesteringer og består av to steg. Den første omhandler hvordan en investor gjør seg en mening om fremtidig prestasjoner til mulige investeringsobjekter, før man evaluerer og ender opp en beslutning om hvordan porteføljen skal se ut. I denne teoridelen vil steg to bli gjennomgått. Teoriens formål går enten ut på (Hoesli & MacGregor, 2000),

- for et gitt risikonivå, å maksimere fortjenesten/avkastningen; eller
- for en gitt fortjeneste/avkastning, å minimere risikoen,

Hensikten er å komme frem til riktig kombinasjon av hvert investeringsobjekt basert på et mål om forventet avkastning i porteføljen (Markowitz, 1952). Måten dette blir gjort er å kalkulere den forventede porteføljeavkastningen og risikoen for alle mulige kombinasjoner med hensyn til vektning av hver enkelt investeringsobjekt. For å bruke uttrykkene i definisjonskapitlet er avkastningen i denne sammenheng referert til som bytteverdien. Det vil med andre ord være et forsøk om å maksimere bytteverdien for ett gitt risikonivå, og/eller omvendt.

Den forventede avkastningen/bytteverdien til en portefølje er den gjennomsnittlige forventede vektete avkastningen til alle investeringsobjektene i porteføljen:

$$E(R_p) = \sum w_i E(R_i)$$

Hvor

- $E(R_p)$ er den forventede avkastningen for hele porteføljen
- w_i er den vektete andelen (prosent) for investeringsobjekt i i porteføljen. Summen av $w_i = 1$
- $E(R_i)$ er den forventede avkastningen for investeringsobjekt i

Hvordan den forventede avkastningen regnes ut vil ikke bli gjennomgått i denne oppgaven, da det ikke er direkte relevant. Videre vil den forventede risikoen, som er utregnet som standard avviket til porteføljen være gitt:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum \sum w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}}$$

Hvor

- σ_p er den forventede risikoen til hele porteføljen
- σ_i og σ_j er risikoen til de individuelle investeringsobjektene
- ρ_{ij} er korrelasjonen mellom investeringsobjektene i og j . Denne er gitt med ved en verdi mellom -1 og 1

For en portefølje med to forskjellige investeringsobjekter, vil formelen over være følgende:

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 \rho_{11} + w_2^2 \sigma_2^2 \rho_{22} + w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12} + w_2 w_1 \sigma_2 \sigma_1 \rho_{21}}$$

Her vil ρ_{ij} , altså korrelasjonen mellom samme investeringsobjekt naturlig nok alltid være 1, samt at ρ_{ij} og ρ_{ji} er like. Da man disse hensynene vil formelen nå se slik ut:

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2 w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12}}$$

Hvis man så antar at begge investeringsobjektene er perfekt korrelerte, det vil si $\rho_{ij} = 1$, kan man da forkorte formelen til:

$$\sigma_p = w_1 \sigma_1 + w_2 \sigma_2$$

$$\sigma_p = \sum w_i \sigma_i$$

I følge formelen vil altså risikoen til hele porteføljen være på sitt maksimum når investeringsobjektene korrelere likt, altså når $\rho_{ij} = 1$. Hvis man antar at korrelasjonen mellom investeringsobjektene er motsatt korrelerte, det vil si $\rho_{ij} = -1$, vil formelen se slik ut:

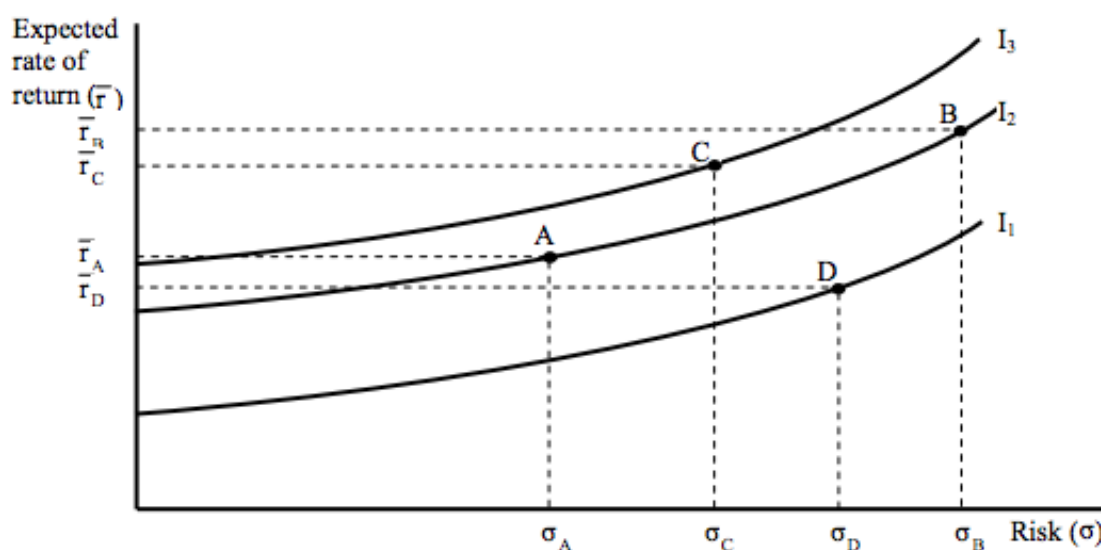
$$\sigma_p = w_1 \sigma_1 - w_2 \sigma_2$$

og porteføljerisikoen vil være på sitt laveste. En korrelasjonsverdi på 0 betyr at avkastningen på eiendelene beveger seg helt tilfeldig sammenlignet med hverandre.

Nå er det slik at det er vanskelig å sette et nøyaktig tall på de ulike faktorene over som risiko, avkastning og korrelasjonsgrad. Fra et teoretisk ståsted har denne modellen altså bevist at den totale risikoen i en portefølje vil minske jo mindre investeringsobjektene korrelerer. Det

vil dermed si at investeringer i flere typer investeringsobjekter, i riktig vektet kombinasjon i en portefølje vil lønne seg med hensyn til den totale risikoen og den forventede avkastningen/bytteverdien. På generell basis vil dette bety at en diversifisert portefølje med ulik korrelasjonsgrad, vil lønne seg sammenlignet med en portefølje som investerer i objekter med lik korrelasjon om man tar hensyn til risiko. Diversifisering av porteføljer vil dermed kunne gi høy en optimalisert forhold mellom avkastning og risiko og på den måten også optimalisere verdien for eieren av porteføljen.

For å komme frem til den mest optimale porteføljen i Markowitz portefølje teori må man ta i bruk "indifference curves", som er en graf som presenterer en investors forhold til risiko på x-aksen og forventet avkastning på y-aksen. Et eksempel på en slik graf er illustrert i figur 5 (Levišauskaite, 2010):

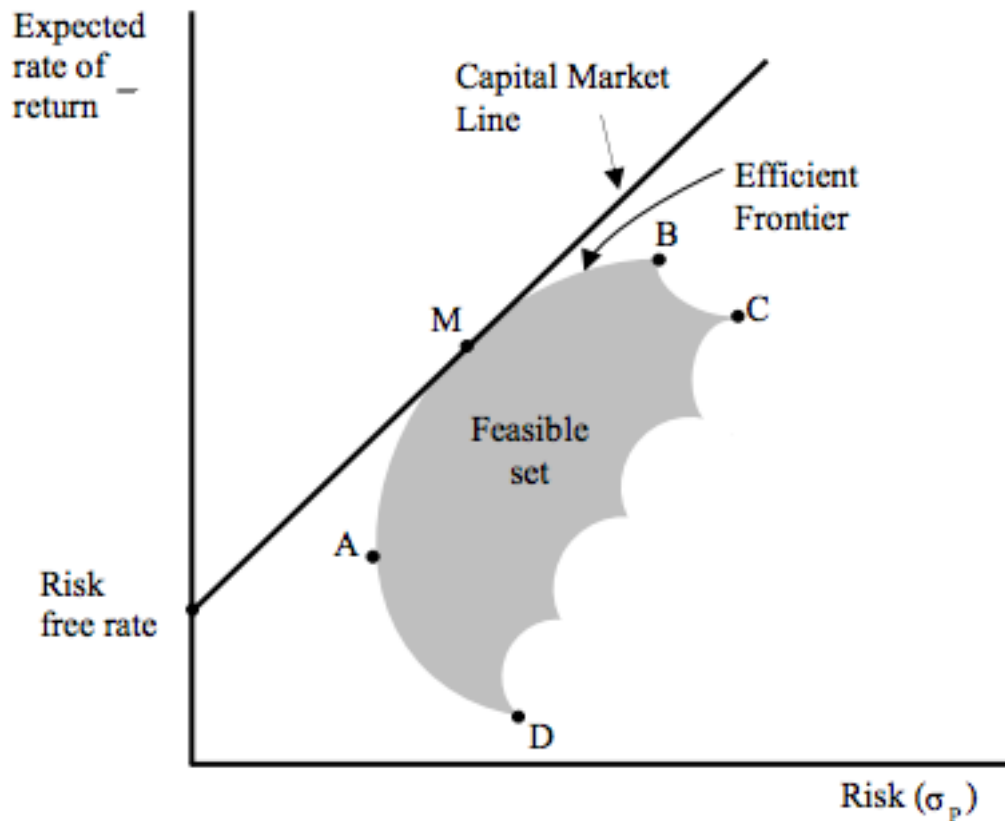


Figur 5: Indifference curve

I grafen over er det illustrert tre forskjellige kurver I_1 , I_2 og I_3 , som hver beskriver det ønskelige forholdet mellom forventet avkastning og risiko til en investor. I dette eksemplet vil med andre ord si at alle investeringer A, B, C og som ligger på kurvene vil være like ønskelige. En investor kan ha flere slike kurver på bakgrunn av hver kurve representerer forskjellige investeringsobjekter, som for eksempel aksjer, obligasjoner eller i denne sammenheng; eiendom. Det er dog noen forutsetninger for at en slik graf skal gjelde. Investoren må favorisere høyere avkastning på en portefølje fremfor lavere avkastning på en portefølje, og at investoren favoriserer lavere risiko fremfor høy risiko når den forventede avkastningen er den samme. Over er det illustrert forskjellige investeringsobjekter eller porteføljer med ulike investeringsobjekter, så hvordan velge den mest optimale? Markowitz portefølje teori svarer på dette spørsmålet ved hjelpe av "efficient set theorem" som sier (Levišauskaite, 2010):

"En investor vil velge han/hennes optimale portefølje fra et sett av porteføljer som 1. gir maksimal forventet avkastning for varierte risikonivåer, og 2. gir minimum risiko fra forskjellige nivåer av forventet avkastning"

som er i henhold til Markowitz teori. En "efficient set of portfolio" er en portefølje som en investor finner mest optimale. Denne porteføljen finner man, fra et teoretisk perspektiv, "nordvest" i settet av mulige investeringsalternativer, og kalles "the efficient frontier" som er markert på figur 6 (Levišauskaite, 2010):



Figur 6: Efficient frontier

Denne linjen beskrives som kurven som gir høyest forventet avkastning for ulike risikonivåer. Med settet av mulig investeringsalternativer, som i figuren over er tegnet opp som "the feasible set", menes området på grafen hvor de optimale settene av porteføljer befinner seg i. De optimale settene representerer alle porteføljer som kan formes fra de aktuelle investeringsobjekter, som ligger innenfor grensen til settene av mulige investeringsalternativer. "Capital Market Line" representerer en teoretisk linje for risikofrie investering, og danner tangent linjen til "the feasible line", men er ikke av stor betydning i denne sammenheng.

Som en kort oppsummering, beskriver "Modern Portfolio Theory" dannelsen av porteføljer ved å evaluere mulige investeringsobjekter innenfor "feasible set", som er dannes på bakgrunn av "indifference curves", som hver enkelt investor danner seg på bakgrunn av forventet avkastning og risiko.

Modern Portfolio Theory baserer seg som sagt på matematiske formler og teoretiske prinsipper. Flere er skeptiske til denne metoden fordi den baserer sine estimater for risiko, korrelasjon og forventet avkastning på historiske verdier. Det vil si at de mest optimale investeringskombinasjonene er de kombinasjonene som en gang var best, i fortiden. Man

burde derfor basere sine porteføljesammensetninger på fremtidige utsikter og ikke historiske verdier (Lee & Stevenson, 2000). Lee og Stevenson (2000) argumenterer videre at MPT har to andre klare ulemper; 1. MPT tar ikke høyde for den intertemporale ustabiliteten med hensyn til vektleggingen av investeringsobjektet i porteføljer og 2. MPT tar ikke høyde for (gjennomsnittlige avkastningen) prestasjonen til den optimale porteføljen etter at den forhåndsbestemte perioden er over. Den estimerte optimale porteføljen som er funnet ved hjelp av MPT kan variere betraktelig på bakgrunn av at de innsatte parameterne er ustabile. Dette gjelder først og fremst porteføljer med hovedvekt på en type investeringsobjekt. Dette er en form for begrensning, og som også går imot prinsippene til Markowitz (1952). En måte å håndtere slike porteføljer er å sette klare grenser for størrelsesorden av en type investering. Andre forfattere som Frost, Savarino og Chopra (Lee & Stevenson, 2000) viser til at porteføljer med slike begrensninger presterer bedre enn porteføljer med ubegrensede investeringsobjekter. Da det er sagt kan begrensninger bety mange forskjellige ting. Andre eksempler på begrensninger kan for eksempel være krav om lik vektning av ulike investeringsobjekter. Morrel (1993) argumenterer i dette tilfellet at det i eiendomsfond er umulig å vekte en portefølje likt, samtidig som man skal representere hovedsegmentene i eiendomsmarkedet. På bakgrunn av at MPT ikke klarer å håndtere fundamentale endringene i porteføljefordelingen over tid, så fører det til ustabilitet i utvalget av investeringsobjekter.

I tillegg mener Sharpe (1990) at MPT er best for analyse av risiko og korrelasjonen mellom investeringsobjektene, mens den er ubrukelig for forventet avkastning (Emerald Insight , 2012). Teorien baserer seg på at vurderinger av de overnevnte faktorene skal til en hver tid være oppdatert, noe som i den virkelige verden ikke er tilfellet. En investor vil ikke vurdere porteføljen sin til en hver tid, og dermed vil den teoretiske optimalisering ikke alltid fungere. Dette er i samsvar med Lee og Stevenson (2000). Hoesli og McGregor (2000) argumenterer også for at det kan være utfordrende å avgjøre en optimal portefølje til en investor da andre faktorer enn risiko og avkastning også kan stor betydning. Teoretisk rammeverket er også vanskelig å implementere i den virkelige verden ved for eksempel at mange finansielle metoder som gjeld og utlån ikke er blitt tatt hensyn til.

Det er nå blitt gjennomgått en teoretisk metode for hvordan etablere en optimal portefølje. MPT er en velkjent og mye brukt metode og som ble utarbeidet med hensyn til aksjeinvesteringer. Det er dog, for denne oppgaven som omhandler eiendom, viktig å illustrere en slik metode, da dette kan gi en større grunnforståelse av porteføljeteori. Som Hoesli og McGregor (2000) argumenterer for, er metoden vanskelig å implementere i den virkelige verden. En artikkel i "Real Estate Investment Decision Making" (Emerald Insight , 2012) har diskutert nettopp dette fra et eiendomsperspektiv, og har kommet frem til noen gode poeng; Det første poenget er at MPT ikke tar høyde for transaksjonskostnader. Da slike kostnader ved kjøp og salg av aksjer er av mindre betydning, er det av vesentlig større betydning i eiendom. Det andre poenget er at aksjer er likvide investeringsobjekter, mens eiendom absolutt ikke er det.

1.2.2 Diversifisering i eiendom

Det finnes mange ulike diversifiseringsmetoder for et eiendomsselskap. Et eksempel er Hartzell & et al (1995) som foreslår fem ulike måter å diversifisere en eiendomsportefølje på:

- Geografiske regioner

- Eiendomstyper
- Eiendomsstørrelser
- Storbyområder, MSA (metropolitan statistical area)
- Utleieløpetid

I denne oppgaven vil følgende metoder bli diskutert; geografisk-, økonomibasert-, eiendomstype-, leietaker-, forfallsstrukturdiversifisering. Diversifisering på bakgrunn av eiendomsstørrelse og storbyområder vil ikke bli diskutert i så stor grad, da omfanget av oppgaven må begrenses. Litteraturen som er brukt er anerkjent forskning innenfor fagområdet først og fremst basert i USA og Storbritannia. De diversifiseringsmetodene som ikke er presentert i dette teorigapet, leietaker- og forfallsstrukturdiversifisering vil på grunn av mislykkede forsøk med å finne teori, bli presentert i casekapitlet.

Geografibasert diversifisering

Geografisk diversifisering vil si å spre sine porteføljeinvesteringer på bakgrunn av geografisk beliggenhet. Målet med denne typen diversifisering er å redusere risikoen til eiendomsporteføljen grunnet regionale økonomiske svingninger, men samtidig ha stor nok eiendomsportefølje konsentrert på et området slik at man oppnår stordriftsfordelen. Denne formen for diversifisering er dog diskutert i flere artikler, hvor diskusjonen går ut på hvorvidt man skal basere geografisk diversifisering med bakgrunn kun på fysisk beliggenhet, eller også med bakgrunn på funksjonell beliggenhet, også kalt økonomisk diversifisering (Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran, 1995).

Økonomibasert diversifisering

Å bygge opp en portefølje på bakgrunn av økonomisk beliggenhet vil si å kategorisere beliggenhet i økonomiske soner som er delt inn med bakgrunn på de økonomiske fundamentene i et marked, og dermed ikke la den geografiske restriksjonsbeliggenheten påvirke fordelingen (Mueller & Ziering, 1992). Diversifiseringsmetoden er basert på "economic base theory" som omhandler at det lokale og regionale samfunnet selv er grunnlaget for økonomien gjennom eksport av varer og tjenester. Dette premisset må være til grunn for at denne metoden skal kunne brukes. Denne diversifiseringsmetoden er, i følge MacGregor & Hoesli (2000), brukt på grunnlag av at det blir mer homogent samsvar mellom eiendommen og det økonomiske området som eiendommen befinner seg i. Denne metoden sammen med økonomiske analyser kan brukes for å optimalisere porteføljestrukturen ved å oppnå høyest mulig avkastning relativt til risiko (Souza, 2014).

Internasjonal diversifisering

Internasjonal diversifisering, er som ordet tilsier diversifisering på tvers av landegrenser. Denne formen for spredning av investeringer blir gjennomgått i den påfølgende diskusjonen om diversifisering best fungerer geografisk, økonomisk eller ved eiendomstype. Dette omhandler hvorvidt en internasjonal portefølje kan lønne seg eller ikke med hensyn til optimalisering av eiendomsporteføljer.

Eiendomstype

Da eiendom er ”ethvert objekt som det kan knyttes eiendomsrett til” (SNL, 2014), har man flere ulike kategorier av eiendom. Statistisk sentralbyrå (ssb, 2014) fordeler eiendomstyper i syv kategorier:

- Boligeiendom
- Fritidseiendom
- Landbruk-/fiskeieiendom
- Forretnings-/kontoreiendom
- Industri-/bergverkseiendom
- Kommunikasjonseiendom
- Annen eiendom

Man kan ut i fra kategoriene over dele disse inn i to grupper: Boligeiendom og næringseiendom, hvor bolig- og fritidseiendom går inn under gruppen boligeiendom, og de resterende under næringseiendom. I andre artikler som ”*Real estate portfolio diversification by property type and region*” (Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran, 1995) som diskuterer diversifiseringsmetoder, velger forfatterne å gruppere inn næringseiendom i fire undergrupper:

- Kontoreiendom
- Handelseiendom
- R&D/kontor (Forsknings- og utviklingseiendom)
- Lagereiendom

I tillegg klassifiserer NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) eiendom inn i fem hovedgrupper (Shilton & Stanley, 1995):

- Bolig
- Handel
- Forskning og utvikling (R&D)
- Kontor
- Lager

På bakgrunn av dette er de største eiendomstypene definert. Hotelleiendom er ikke tatt med i denne oversikten eller videre i oppgaven. Hotell er kjent for å være en administrasjonsintensiv form for virksomhet som ikke er like sammenlignbart med de andre overnevnte eiendomstypene (Mueller G., Refining Economic Diversification Strategies, 1993). Tanken bak diversifisering ut i fra eiendomstyper er altså å investere i flere eiendomstyper og på den måten redusere risikoen til porteføljen.

Leietakerdiversifisering

Leietakerdiversifisering er først og fremst basert på å ha en portefølje av ulike typer leietakere. Mulighetene for denne typen diversifisering går først og fremst ut på å skille private og offentlige/statlige leietakere. Leietakere fra det offentlige og statlige er som regel de beste leietakerne basert på utleietid og risiko. Et annet skille er størrelse og likviditet til leietakerne, da store etablerte bedrifter som leietakere som regel er ønsket fremfor mindre

likvide leietakere. Det er funnet senere i oppgaven at utleieryr ønsker lange leieavtaler med likvide selskaper.

Forfallsstruktur/utleieløpetid

Forfallsdiversifisering/utleiediversifisering går ut på å fordele kontraktlengden og utløpstid på de forskjellige leietakerne som et eiendomsselskap måtte ha. På denne måten unnlater de at alle kontraktene avsluttes samtidig og dermed sitte igjen med tomme lokaler. En jevn forfallsstruktur gir trygghet, samtidig som man enklere kan styre leietakerkombinasjoner.

1.2.3 Diversifisering: diskusjon

De seks diversifiseringsmetodene som nettopp ble presentert kan gjennomføres hver for seg, men kan også kombineres. Diversifisering med bakgrunn på geografisk- og økonomiske beliggenhet samt gjennom eiendomstype skal nå bli diskutert. Hvilken metode som er best av disse tre og hvorvidt man burde kombinere begge metodene er usikkert, men det er gjort et forsøk på å finne et svar på dette gjennom litteratur og intervjuer.

Det vil nå bli presentert fem forskningsartikler som hver har evaluert disse dilemmaene. De tre første forskningsartiklene vurderer ren geografisk diversifisering ved en såkalt 4-regionfordeling og eiendomstypediversifisering. Fjerde artikkel diskuterer en blanding av geografisk- og økonomisk diversifisering ved en såkalt 8-regionfordeling, mens siste diskuterer ren økonomisk diversifisering uavhengig av geografisk grenser. Til slutt vil det bli en oppsummering av resultatene.

Artikkel 1: 4-regionfordeling og eiendomstype: Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran (EHMN)

Det første som nå vil bli diskutert er hvilken diversifiseringsmetode, av eiendomstype eller geografiskdiversifisering, som gir de beste resultatene. Det vil også bli diskutert hvorvidt en kombinasjon av disse metodene burde gjennomføres, altså diversifisering på tvers av eiendomstype og region. I *Real Estate Portfolio Diversification by Property Type and Region* skrevet av Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran (1995) er det blitt gjort et forsøk på å svare på dette. En betraktning som forfatterne har gjort er at kombinasjoner av diversifiseringsmetoder er mer kostbart enn implementering av en enkelt metode. Det vil med andre ord si at en kombinasjon mellom av type og region i eiendom kan være problematisk for nye selskaper som ikke har entret eiendomsmarkedet, eller aktører med mindre eiendomsporteføljer. Det gjelder også for internasjonale aktører som ønsker eksponering i flere land, men som ikke har tilstrekkelig med ressurser. Samme artikkel har gjennomført analyser av to ulike markeder; i USA og i Storbritannia, for å finne svar på problemstillingene over. Analysen er gjennomført på tre ulike måter. Den første analysen er basert på korrelasjonsmatriser som viser utbyttet fra ulike eiendomstyper og region, og som blir evaluert mot hverandre. Den andre analysen går ut på å finne "the efficient frontier" som tidligere ble beskrevet til å være den optimale porteføljen som en investor ser etter i "the feasible set" av investeringsmuligheter. Siste analysen er studie rundt inntjeningen for de forskjellige eiendomstypene og regionene i USA og i Storbritannia. Disse analysene er først og fremst basert på geografisk diversifisering og ikke økonomisk diversifisering.

Som forfatterne til artikkelen nevner, er det to ulemper med disse analysene. Den første er at undersøkelsene også her er basert på historiske tall. Historiske tall er ikke nødvendigvis et godt estimat for fremtidig utvikling av eiendomsmarkedene og korrelasjonen mellom disse. Den andre ulempen er at investorer har mer komplekse ønsker enn faktorene i analysene under, som for eksempel lengre tidsperioder, gjeld og andre forpliktelser (Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran, 1995).

Analyse 1- Korrelasjonsmatriser

Undersøkelsen som er blitt gjort for USA er basert på innhentet data fra National Council of Real Estate Investment Fund (NCREIF) Property Index, som er en ideell organisasjon som har til hensikt å bidra med kommersiell eiendomsdata for sine medlemmer (NCREIF, 2014). Undersøkelsene er basert på 40 kvartaler i perioden fra 1983 til 1992, og omhandler eiendomstypene kontor-, handel-, forskning og utviklings- og lagereiendom. USA er delt opp i fire geografiske regioner, henholdsvis øst, midt-vest, vest og syd. Kartet over 4-regionfordeling er lagt til som vedlegg 3.

For Storbritannia er dataen innhentet fra Chronicle Hillier Parker (ICHP) Index, og basert på 32 halvårslige observasjoner gjort i perioden 1977 til 1993. Undersøkelsen omhandler tre eiendomstyper; kontor-, industriell- og handelseiendom, fordelt på 11 regioner; London, Sør-Øst, Sør-Vest, Øst Anglia, Øst Midlands, Vest Midlands, Wales, Yorkshire og Humberside, Nord, Nord-Vest og Scotland. Disse regionene ble også samlet og fordelt på tre større deler; London, Sør og Nord.

Den første analysen basert som nevnt på korrelasjonsmatriser. MPT tilsier at jo mindre eiendelene i en portefølje korrelerer, jo mindre risiko vil den totale porteføljen ha (Markowitz, 1952). Det vil med andre ord si at fordelene med geografisk diversifisering kan bestemmes ved å måle korrelasjonen mellom samlet eiendomsinntjeninger i en region sammenlignet med andre regioner. Det samme gjelder for korrelasjonen mellom eiendomstyper, da det kan tydeliggjøre fordelene rundt diversifisering basert på eiendomstyper. Ved å sammenligne korrelasjonene kan man konkludere med hvilken metode som er mest effektiv. Den metoden som viser minst korrelasjon vil, ifølge MPT definere den beste diversifiseringsmetoden. Grunnen til at USA og Storbritannia er fordelt inn i ulikt antall region og eiendomstyper er fordi metoden kun fungerer hvis matrisene som skal sammenlignes har lik dimensjon (Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran, 1995).

For USA viser undersøkelsene at korrelasjonene mellom regionene er vesentlig mindre enn korrelasjonen mellom eiendomstypene. Ut ifra resultatene betyr dette at porteføljedyversifisering som baserer seg på regioner er mer effektivt enn diversifisering basert på eiendomstype. For Storbritannia er resultatene ikke like tydelige, da eiendomstype har litt mindre korrelasjon enn hva korrelasjonene mellom regionene har. Undersøkelsen viser dermed at det for Storbritannia er liten forskjell mellom på diversifisering av eiendomstype og region. Skal man sammenligne resultatene for USA og Storbritannia er det noen vesentlige forskjeller på databruken. Regionene har forskjellige størrelser, samt ikke evaluert i samme tidsrom. Dette medfører at dataen evalueres i forskjellige faser i den langsiktige eiendomsmarkedssyklusen, og dermed ikke nødvendigvis sammenlignbare. I tillegg er det forskjell på antall eiendomstyper og regioner, hvor USA har fire mens Storbritannia har tre.

I undersøkelsen for Storbritannia har det også blitt evaluert korrelasjonene mellom eiendomstypene og regionene. Disse er undersøkelsene er basert på tre eiendomstyper slik

som over, men har i dette tilfellet sett på hver av de 11 regionene hver for seg. Resultatene viser at det ikke overraskende er sterk korrelasjon mellom kontoreiendom og de industrielle regionene, mens korrelasjonen mellom handel og de to andre eiendomstypene (kontor- og industrieiendom) blir mindre jo lenger fra London du kommer. Undersøkelsene viser også at det er stor korrelasjon mellom eiendomstypene sett fra et generelt regionsperspektiv, spesielt når det kommer til handelseiendoms. Det er også stor korrelasjon mellom industri- og kontor eiendom og mindre korrelasjon mellom handels- og kontor- og industrieiendom.

Resultatene viser også at korrelasjonen mellom kontor- og industrieiendom og de 11 regionene i Storbritannia er vesentlig større enn for handelseiendom. I tillegg er det funnet ut at den totale korrelasjonen mellom eiendom og regionene er fallende jo lenger unna London og Sør Øst regionen man kommer. Det er dog viktig å få med seg at inntjeningen på handel ikke har regionale forskjeller og at tilbudet og etterspørselen etter handelseiendom heller ikke er så forskjellig med tanke hvor i Storbritannia man er. For kontoreiendomssegmentet er dog større muligheter for diversifisering, da dette segmentet er sterkt tilknyttet den finansielle sektoren. Resultatene viser at de geografiske diversifiseringsmulighetene i Storbritannia varierer fra region til region, og fungerer best jo lenger fra London du kommer. På generelt basis er det begrensede muligheter for diversifisering med hensyn til eiendomstype, men resultatene viser større muligheter for dette i kontor- og industrieiendom enn for handelseiendom. Undersøkelsene viser bedre diversifiseringsmuligheter hvis man kombinerer geografisk beliggenhet og eiendomstype (Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran, 1995).

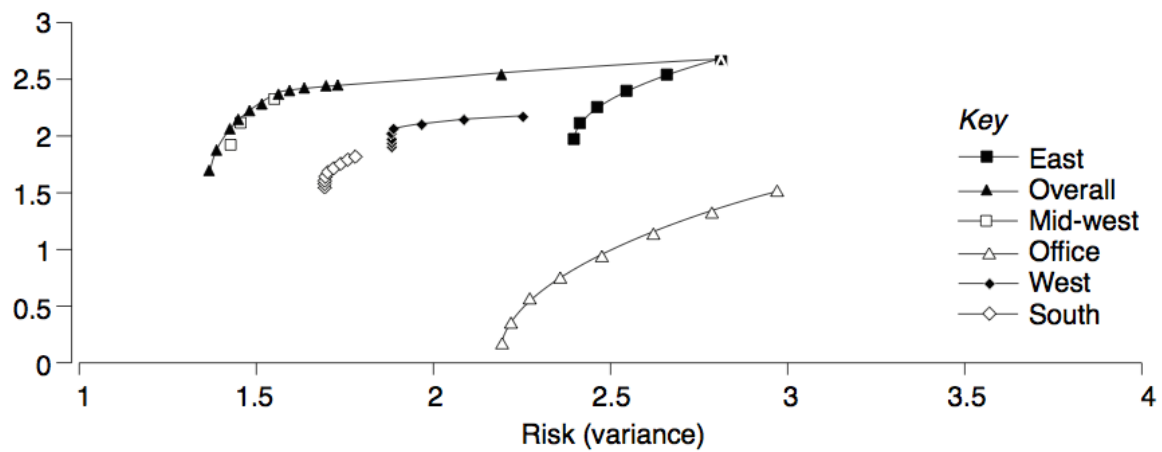
Analyse 2- "Efficient frontier" analyse

Neste metode er finne "the efficient frontier" som tidligere ble beskrevet til å være den optimale porteføljen som en investor ser etter i "the feasible set" av investeringsmuligheter. Denne metoden inkluderer aspektet rundt risiko, noe analysene rundt korrelasjonsmatrisene ikke inkluderer. Korrelasjonsmatrisene gir dermed ikke et fullstendig bildet av risiko-avkastningsforholdet som en investor har, samt deres optimale diversifiseringsstrategi. Dette kan finnes ved å sammenligne "the efficient frontier" fra de forskjellige strategiske investeringsmulighetene, og som i dette eksemplet er fordelt inn i 3 grenser ("frontiers"):

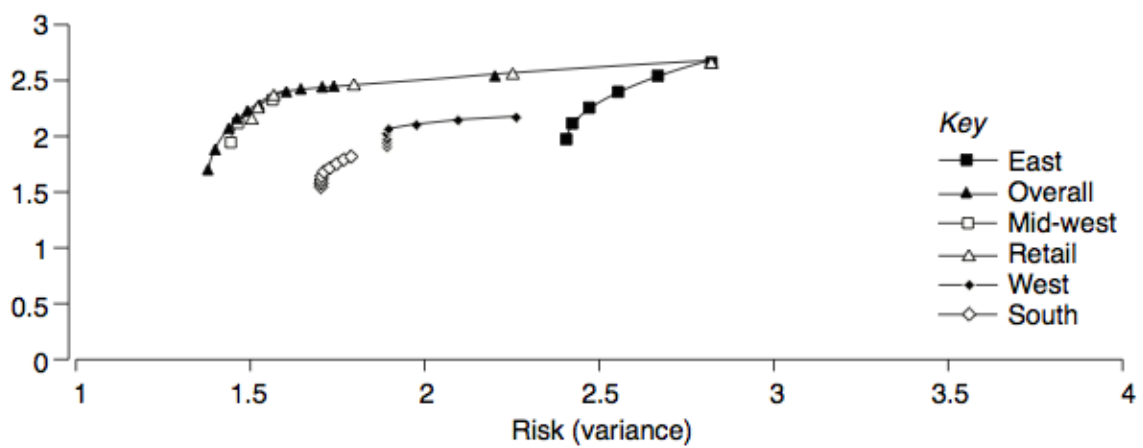
1. Grenser for diversifisering for hver eiendomstype fordelt på ulike regioner.
2. Grenser for diversifisering for hver region fordelt på eiendomstyper
3. Grensen for full diversifisering fordelt på alle eiendomstyper og regioner

Disse tre grensene er satt sammen i en undersøkelse som har til hensikt å se på hvilke strategier som gir best avkastning relativt til risiko. Resultatene er presentert i separate grafer for hver eiendomstype sammenlignet med grensene for diversifisering for den ene eiendomstypen (1), grensene for diversifisering for hver region fordelt på eiendomstyper (2) og grensene for full diversifisering (3). Se fire grafer i figur 7:

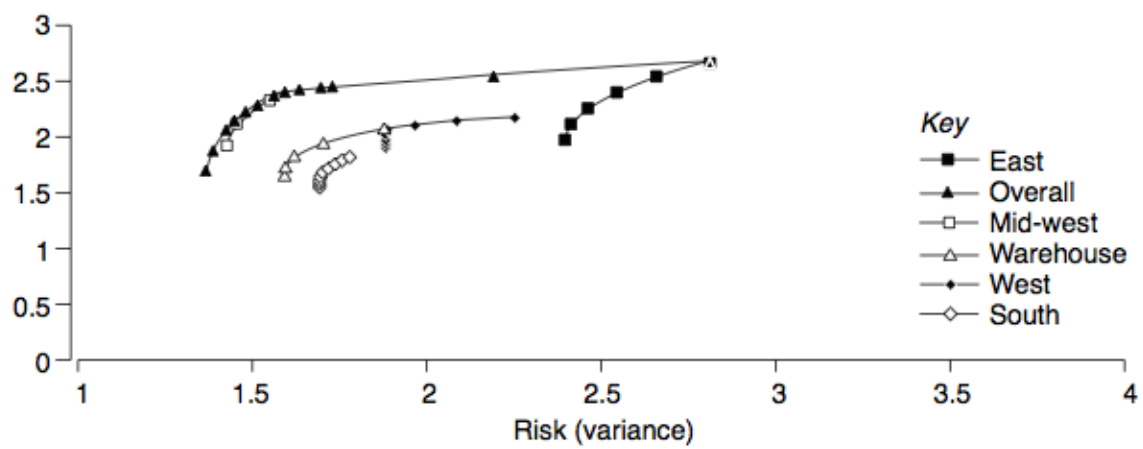
Quarterly return (percentage)

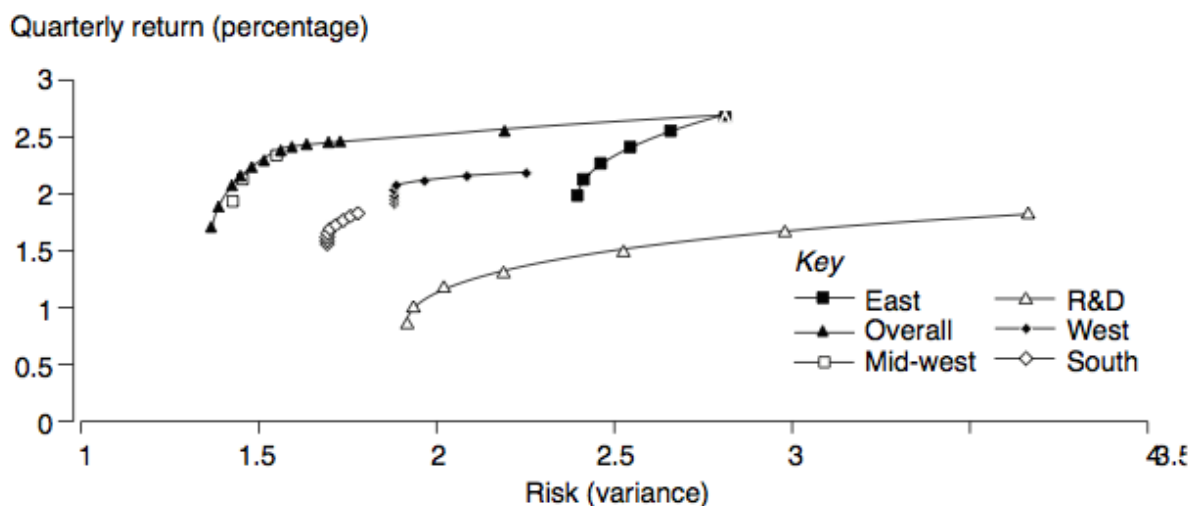


Quarterly return (percentage)



Quarterly return (percentage)





Figur 7: Avkastning vs. risiko

Resultatene for USA viser at grensene for diversifisering for hver region fordelt på eiendomstyper (2) ligger høyere på grafen enn grensene for hver eiendomstype fordelt på ulike regioner (1). Dette gjelder først og fremst for eiendomstypene kontor- og forsknings- og utviklingseiendom (R&D), noe som betyr at det ikke er mulig å oppnå en effektiv geografisk diversifisering i disse eiendomssegmentene. Ser man på handelseiendom viser resultatene at det er større geografisk diversifiseringspotensial for nettopp dette segmentet sammenlignet med kontor- og R&D eiendom. Resultatene for lagereiendom er noe forskjellig, da disse resultatene ligger mellom de regionale diversifiseringene av eiendomstyper (2). Det er også lagt merke til at grensen for full diversifisering (3) ikke ligger veldig langt over de regionale grensene (2).

Sammenligner man dette med resultatene fra korrelasjonsmatrisen finne man både likheter og ulikheter. Det er dog viktig å være klar over at undersøkelsene er gjort på forskjellige måter, hvor den siste har en dimensjon ekstra, nemlig risikoparameteren. For USA er det dermed vanskelig å komme frem til en bestemt konklusjon om hvilken diversifiseringsstrategi som er den optimale, og om det i det heletatt har en effekt.

For Storbritannia viser resultatene at diversifisering i en region fordelt på flere eiendomstyper (2) gir bedre resultater enn diversifisering innenfor handelseiendom (1). Dette gjelder også for industrieiendom men ikke i samme grad som for handel. Resultatene gir ikke et tydelige svar på diversifisering av kontoreiendom, og dermed vanskelig å konkludere noe rundt denne eiendomstypen. Ut i fra undersøkelsene er full diversifisering fordelt på eiendomstype og region det beste alternativet. I likhet som for USA, gir denne metoden også andre svar enn korrelasjonsmatrisene for undersøkelsene i Storbritannia.

Analyse 3

Uten å gå i teoretisk detalj på hvordan den siste analyse er utført (da dette utfør en omfattende forklaring som vil bli irrelevant i denne oppgaven), går denne metoden ut på å se relasjonen og korrelasjonen mellom eiendomstyper/regioner og andre faktorer/komponenter. Hva disse faktorene/komponentene tilsier er ikke satt, men dette er altså en relativ analyse som gir en

forklaring på forholdet mellom eiendomsavkastning og eiendomstyper/region. Resultatene for USA gir ingen klare svar, men hvis man sammenligner de med de to foregående analysene kan man danne seg en mening om hvilke diversifiseringsmetode som gir de beste resultatene:

- Analysene viser at kombinasjonen mellom lagereiendom i Øst og kontoreiendom i Sør, samt kombinasjon av Forskning og utviklingseiendom (R&D) og kontoreiendom i Midt-Vest av USA gir best avkastning.
- Handelseiendom er den eneste eiendomstypen som i følge alle tre analysene ikke har klare regionsfordeler. Det vil med andre ord si at for handelseiendom er geografisk diversifisering den mest effektive løsningen.
- Diversifisering basert på eiendomstype i en region gir best resultat.

For Storbritannia resultatene noe klarere, og tilsier at full diversifisering basert på eiendomstype og region er det mest effektive.

Andre lignende undersøkelser som er blitt gjennomført viser følgende resultater:

Artikkel 2: 4-regionfordeling og eiendomstype av Miles og McCue (MM)

"Commercial real estate returns" gjennomført av Miles and McCue, har også analysert effekten av geografisk diversifisering, sammenlignet med eiendomstype (Hartzell, Shulman, & Wurtzebach, 1987) (Eichholtz, Hoesli, MacGregor, & Nanthakumaran, 1995) (Mueller & Ziering, Real Estate Portfolio Diversification Using Economic Diversification, 1992). Miles og McCue har forsket på hvorvidt det er diversifiseringsmuligheter ved å dele opp USA i 4 regioner: øst, vest, sør og midtvesten, kun basert på geografisk plassering. Undersøkelsen ble gjort for perioden 1973-1981.

Deres observasjoner støtter oppunder at diversifisering basert på eiendomstype viser bedre risikojustert avkastning enn 4-regions geografisk diversifisering, i og med at korrelasjonen mellom avkastningen i en portefølje som er diversifisert på eiendomstype er mindre enn for porteføljer som er geografisk diversifisert.

Artikkel 3: 4-regionfordeling og eiendomstype: Hartzell, Hekman og Miles (HHM)

"Diversification Categories in Investment Real Estate" utarbeidet en lignende utbredt undersøkelse som Miles og McCue. Forskjellene mellom disse undersøkelsene er at analyse strekker seg over en litt lenger periode og i tillegg at førstnevnte har tatt hensyn til eiendomsstørrelse, beliggenhet med hensyn til økonomisk vekst og forfallstruktur på leieavtaler.

Undersøkelsen ga følgende resultater: Korrelasjonen mellom avkastningen til de forskjellige eiendomskategoriene var vesentlig lavere enn 1, og at det også er potensiale for diversifiseringsmuligheter innad i hver kategori. Det ble også funnet at på grunn av liten systematisk risiko vil et diversifiseringsskille mellom region og eiendomstype ikke være fornuftig, da diversifisering i seg selv er kostbart (Hartzell, Shulman, & Wurtzebach, 1987).

Da resultatene er uklare avhengig av om man ser på USA eller Storbritannia, eiendomstyper eller regioner vil det nå bli gått gjennom hva som er mest effektiv av geografisk diversifisering og økonomisk diversifisering. Tre metoder er presentert; 4-regionfordeling

(geografisk som er blitt presentert ved MM og HHM), 8-regionfordelingen (blanding av geografisk og økonomisk) og en ren økonomisk fordeling, alle gjennomført i USA.

Artikkel 4: 8-regionfordeling: Hartzell, Shulman og Wurtzebach (HSW)

I den foregående undersøkelsene ble USA delt inn i fire regioner basert på geografisk oppdeling. I denne undersøkelsen er det blitt tatt et steg videre, og delt opp landet i 8 regioner basert på underliggende økonomiske faktorer. Undersøkelsen er gjennomført av Hartzell, Shulman og Wurtzebach (1987) i artikkelen "*Refining the analysis of regional diversification for income-producing real estate*". Forfatterne mener at oppdeling av USA i fire regioner ikke vil gi de beste resultatene fordi statene i hver region ikke nødvendigvis har noe med hverandre å gjøre. De økonomiske aktive regionene er fordelt inn i følgende soner, uavhengig av de statlige grensene og med forskjellig antall eiendommer per region (Disse er presentert her for å få et inntrykk av hvilke økonomiske faktorer som er av betydning når man skal kategorisere regionene):

- **New England:** Høy-teknologisk produksjon, business, finansielle og pedagogisk tjenester. Dårlig standard på infrastruktur og streng regulering for bygging ga større utfordringer med hensyn til vekst. 24 eiendommer
- **Mid-Atlantic Corridor:** Finansielle og business tjenester i New York og omegn, samt store fordeler ved importøkning. 52 eiendommer
- **Old South:** Store føderale investeringer i militærbase, motorveier og el-kraft, men dog lave leve og produksjonskostnader. 70 eiendommer
- **Industrial Midwest:** Området som har samlet masseproduksjonsindustrien og hvor sysselsettingen er basert på stål, kjøretøy, maskiner og gårdsbruk verktøy. Området ble på daværende tidspunkt hardest rammet av økonomisk nedgang og global konkurranse. 215 eiendommer
- **Farm Belt:** Dominert av produksjon og behandling av landbruksvarer og sparsommelig befolkningen. 16 eiendommer
- **Mineral Extraction Area:** Business og finansielle tjenester, samt noe produksjon av høy-teknologi. Ble hardt rammet av oljekrisen på 1970 tallet. 97 eiendommer
- **Southern California:** Finans og trading med den østlige verden og på bakgrunn av dette var det stor befolkningsvekst. 138 eiendommer
- **Northern California:** Høyt pedagogisk nivå, stor forsvarsindustri og moderne infrastruktur. 71 eiendommer

Kart over 8-regionfordelingen ligger som vedlegg 4.

Undersøkelsene er gjennomført for perioden 1973 til 1987 og utgjør 55 kvartaler. Denne perioden var påvirket av flere markedssvingninger som opphellingen av 1973-74 krisen og den økonomiske nedgangen etter overproduksjon i byggebransjen. Undersøkelsen har tatt for seg over 200 eiendommer med en markedsverdi på ca. 3 milliarder dollar (1987 dollar). Undersøkelsen er også påvirket av få antall eiendommer i starten av perioden i New England og i Farm Belt, da tilgjengelig data var begrenset. Diversifiseringsfaktorene som er blitt evaluert er inntekter og utgifter, samt vurderinger av markedsverdien på eiendommen hver kvartal. Formelen som er brukt er:

$$R_i(t) = \frac{MV_i(t+1) + C_i(t)}{MV_i(t) + I_i(t)} - 1$$

Hvor:

- $R_i(t)$ er totale avkastningen for i -eiendomer i t periode
- $MV_i(t)$ og $MV_i(t + 1)$ er start og sluttverdi på eiendommen i perioden
- $C_i(t)$ er kontantstrømmen som er tjent opp av eiendommen i perioden t og regnes ut ved å ta netto driftsinntekter minus driftsutgifter og skatt
- $I_i(t)$ endringene i investert cash som oppstår i perioden t

Resultatene kan oppsummeres slik:

- Gjennomsnittlig avkastning var for Mid-Atlantic Corridor, Northern- og Southern California var høy, dog relativt høy volatilitet gjennom perioden
- Mid-Atlantic Corridor var en av tre regionen hvor standardavviket (risikoen) var høyere enn gjennomsnittlig avkastning, sammen med Farm Belt og Mineral Extraction
- Industrial Midwest er regionen med best risikojustert avkastning, men dog relativt lav gjennomsnittsavkastning. Regionen har stort antall lagerbygg, noe som stemmer godt overens med den lave volatiliteten.

For mer detaljerte resultater ble perioden delt opp i 3 delperioder; henholdsvis delperiode 1:1973-1976, delperiode 2:1977-1982 og delperiode 3: 1982-1987 på bakgrunn av eiendomsmarkedet i perioden var fundamentalt forskjellige og i ulike faser av den økonomiske syklusen. Avkastningen nærmest doblet seg fra delperiode 1 til delperiode 2, før den falt tilbake igjen i delperiode 3. Alle regionene opplevde høyeste avkastningen i delperiode 2, hvor kun New England regionen opplevde økning i alle tre delperioder. Alle regionene presterte likt i delperiode 1 og 3 mens delperiode 2 var den klart beste, utenom Industrial Midwest, Farm Belt og Mineral Extraction som presterte vesentlig dårligere i delperiode 3 relativt til delperiode 1.

Resultatene viser at det er finnes fordeler ved å diversifisere på tvers av økonomiske regioner, da korrelasjonstallene er under 1. Det er spesielt noen observasjonen som støtter denne påstanden og som viser at endringene i de underliggende økonomiene viser potensielle diversifiseringsstrategier på tvers av regioner:

- I delperiode 1: Kun Farm Belt vs. Mineral Extraction og Old South vs. Northern California skiller seg vesentlig fra 0 på den positive siden (10% konfidensintervall), mens Industrial Midwest vs. Northern California fra den negative siden, henholdsvis 0,698, 0,529 og -0,0554.
- I delperiode 2 ser man jevnere korrelasjonsresultater, da kun 6 av 28 målinger viser signifikante forskjeller fra 0 og alle på den positive siden.
- Industrial Midwest vs. Northern California skiller seg spesielt ut ved at korrelasjonen i delperiode 1 viser -0,0554 mens i delperiode 2 viser 0,377.
- Delperiode viser seg å ha de jevneste korrelasjonsresultatene, noen som skiller seg fra påstanden om at Old South, Farm Belt og Mineral Extraction presterer dårlig, og at New England og Mid Atlantic presterer bra.
- Delperiode 3 viser også jevne korrelasjonsresultater, da 12 av 28 målinger skiller seg i vesentlig grad fra 0, 10 på den positive siden, og 2 på den negative siden.
- New England korrelerer negativt med alle andre regioner utenom Mid-Atlantic i delperiode 3, spesielt med region Mineral Extraction og Industrial Midwest. Dette er det motsatte for delperiode 2.

- Resultatene viser at det ikke er korrelasjonen mellom Southern og Northern California i hele perioden, noe som tyder på at de underliggende økonomiske faktorene ikke er like og at man burde diversifisere på tvers av disse regionene.

Artikkel 5: Ren økonomiske fordeling: Mueller og Ziering (MZ)

"*Real Estate Portfolio Diversification Using Economic Diversification*" er en undersøkelsen som er basert på å fordele de da 316 byene i USA i ni forskjellige økonomiske grupperinger skrevet av Mueller og Ziering (1992). Gruppeinndelingen ble gjennomført ut ifra "*metropolitan statistical area, MSA*" som er kategorisert av regjeringen. Byene er klassifisert i en av ni grupper i henhold til "*Standard Industrial Classification (SIC)*". Klassifiseringen av området definert som den økonomien med størst sysselsetting i den gitte SIC kategorien, som er betydelig over USA sitt gjennomsnitt. De ni kategoriene er, med fordeling av eiendommene:

1. Finans- og forsikring (FIRE) med 27 eiendommer
2. Produksjons med 154 eiendommer
3. Militær med 14 eiendommer
4. Gruve med 99 eiendommer
5. Transport med 117 eiendommer
6. Regjering med 36 eiendommer
7. Tjeneste med 49 eiendommer
8. Jordbruk med 2 eiendommer (droppet)
9. Diversifisert med 275 eiendommer

En mer detaljert fordeling er lagt til som vedlegg 5 i vedleggslisten.

Avkastningen er utregnet som i forrige metode, basert på inntjeningen samt markedsverdien på eiendommen over hele analyseperioden fra 1973-1990. Det positive med denne perioden er at den inneholdt hele markedssyklusen med oppturer og nedturer. Fem eiendomstyper var med i undersøkelsen; 174 kontoreiendommer, 469 industrielle eiendommer, 94 handelseiendommer, 47 boligeiendommer og 25 hotelleiendommer. Hotelleiendommene ble ekskludert på bakgrunn av at mange mener disse er en form for administrasjons-intensiv virksomhet som ikke er like sammenlignbart med de andre overnevnte eiendomstypene. Utregningen er gjennomført på samme måte som de foregående undersøkelsene; sammenligning av korrelasjonene til avkastningen mellom de ulike områdene.

Resultatene av denne undersøkelsen er best presentert sammenlignet med 4-regions og 8-regions diversifiseringsmetodene som tidligere er presentert, hvor Mueller (1993) har utvidet periodene frem til 1990. Disse interessante observasjonene har blitt gjort:

- 4-regions strategien viser at 50% av korrelasjonskoeffisientene var statistisk signifikante (sannsynligheten for at resultatene har oppstått tilfeldig) for hele perioden, med en gjennomsnittlig korrelasjon på 0,214
- 8 regions strategien viser at 21 % av korrelasjonskoeffisientene var statistisk signifikante for hele perioden, med en gjennomsnittlig korrelasjon på 0,118.
- Ren økonomisk strategien viser at 17% av korrelasjonskoeffisientene var statistisk signifikante for hele perioden, med en gjennomsnittlig korrelasjon på 0,132.

Resultatene viser også at veldig få av regionene har negativt korrelasjon på avkastningene.

- Absoluttverdien for alle korrelasjonene for 8-region viser 0,0172, men den økonomibaserte viser 0,132.

For den rene økonomiske diversifiseringsstrategien viste det seg at de FIRE- og Tjenestedominererte kategoriene ga høyest avkastning da disse opplevde en sterk vekst i sysselsetting i perioden 1970-1980. Den Militærdominerte kategorien kan vise til de tredje beste avlastningsresultatene etterfulgt av den Diversifiserte kategorien. Forfatterne argumenterer derfor for at man må forme diversifiseringsstrategien etter områder hvor sysselsettingsøkningen kommer til å bli størst.

Undersøkelsene viser at ren økonomiske diversifiseringsstrategi gir lavere korrelasjonsresultater enn de to andre strategiene, noe som gir et grunnlag for å si at denne typen diversifisering kan fjerne usystematisk porteføljerisiko bedre enn de 4- og 8 regionsdiversifisering. Forfatterne argumenterer for at resultatene støtter oppunder teorien om at lokal økonomi i stor grad påvirker eiendomsmarkedet, mens geografisk gruppering kun indentifiserer de økonomiske karakteristikkene (Mueller G., 1993).

Det ble også undersøkt hvilken strategi som ga den beste risikojusterte avkastningen ved å ta i bruk dataverktøyet OPTAMIX (Optimal Asset Mix and Allocation Analysis System, 1984). Dette verktøyet evaluerer de gjennomsnittlige historiske avkastningene og korrelasjonene mot kapitalmarkedet for å definere "the efficient frontier" av risikojustert avkastning med ulike kombinasjoner av eiendommene. Programmet generer et spekter av avkastninger og standardavvik med optimal fordeling av hver eiendomsgruppering.

Resultatene viser klart og tydelig at ren økonomiske diversifiseringsstrategi gir en bedre risikojustert avkastning enn for 4- og 8-regionstrategi. Resultatene for delperiodene viser det seg at det også her er ren økonomiske diversifiseringsstrategi som er den beste utenom siste delperiode fra 1983-1990 som beskrives som økonomisk nedgangstid. Grunnen til dette er at den optimale porteføljen for 8-regionstrategien består kun 2 av 8 regioner hvor 95% av avkastning kommer fra New England og 5% fra Southern California.

Oppsummering

Forskningen og analysene hadde til hensikt å besvare hvilke diversifiseringsmetoder som er den beste, det vil si om man burde holde seg i en region og diversifisere porteføljen gjennom eiendomstyper, eller omvendt; holde seg til en type eiendom og diversifisere på bakgrunn av region?

Forskningsartiklene har kommet frem til mange forskjellige resultater, hvor mange motsier hverandre uavhengig av hvilken metode som blir brukt. Motsigelsene er spesielt merkbare når man sammenligner diversifiseringsmuligheter mellom land. Et eksempel på dette er resultatene til 4-regionfordelingen til EHMN (1995), hvor resultatene for USA og Storbritannia var stikk i strid med hverandre. For USA var regionsdiversifisering basert på handelseiendom mest effektivt i den ene analysen, mens i de to andre analysene var diversifisering basert på eiendomstype i en region den mest effektive. For Storbritannia viser resultatene at full diversifisering er mest effektivt, altså at fordeling på eiendomstype og region burde gjennomføres.

For 4-regionfordelingen til MM og HHM kom det frem til at diversifiseringseffekten i USA basert på eiendomstype er større enn geografiskdiversifisering, noe som er både i samsvar og i strid med metodene til EHMN (1995). HHM argumenterer for at geografisk diversifisering også har en effekt, men at kostnadene tilknyttet en slik diversifisering vil overstige fordelene ved å gjennomføre det. Grunnlaget er dermed ikke godt nok til å konkludere hvilken av disse diversifiseringsmetodene som er mest effektive. Det er dog bevis at det mulig å oppnå en diversifiseringseffekt med hensyn til eiendomstype og geografisk plassering av eiendomsmassene.

Et annet interessant resultat er at økonomisk diversifisering basert på MZ (1992) gir bedre resultater enn metoden til HSW (1987) som er en blanding av geografisk- og økonomiskdiversifisering (8-regionfordeling), samt metodene til EHMN, MM og HHM ved ren geografiskdiversifisering (4-regionfordeling). Dette støtter oppunder teorien om at eiendomsmarkedet, uavhengig av eiendomstype (men i forskjellig grad), følger den lokale økonomien. Det vil dermed være fornuftig å finne forskjellige lokale økonomier for å kunne oppnå en diversifiseringseffekt. Dette tema vil bli videre diskutert og sammenlignet i casekapitlet.

1.2.4 CLUSTER

En annen metode som kan brukes i strategisk porteføljeoppbygning er cluster. Det ble under de ”fem kreftene” til Porter (2008) beskrevet at rivalisering mellom konkurrenter ikke bare er negativt for et marked. Rivalisering kan bidra positivt med hensyn til økt lønnsomhet og ekspansjonsmuligheter for en hel bransje. Cluster-dannelser kan bidra til dette, og som nå skal bli diskutert på et generelt basis, før det relateres direkte til eiendom i casekapitlet. Et cluster er (Porter M., 1998)

”geographic concentrations of interconnected companies and institutions in a particular field”

Clustere omfatter et utvalg av industrier og andre virksomheter som er linket sammen og som er svært viktig for konkurransen dem imellom.

En annen definisjon er (ICMA, 2014):

”Clusters are geographic concentrations of competing and collaborating firms that tend to produce innovation and higher than average wages”

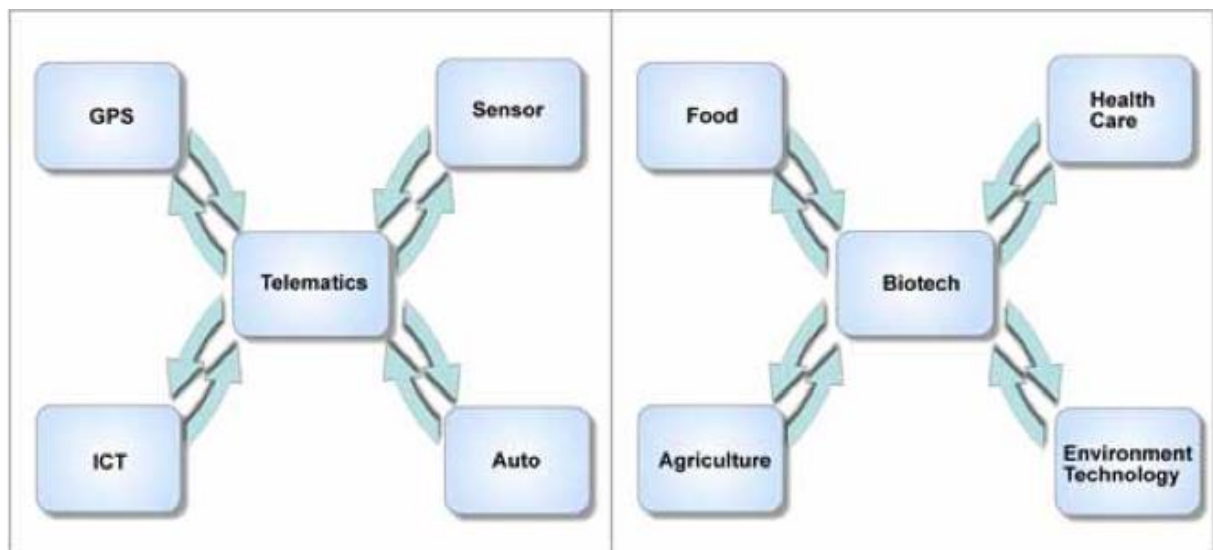
eller (Andersson & et al., 2004):

”Clustering is generally defined as a process of firms and other actors co-locating within a concentrated geographical area, cooperating around a certain functional niche, and establishing close linkages and working alliances to improve their collective competitiveness”

Definisjonene over er noe spredt, men omhandler geografisk område, samarbeid, virksomheter og konkurranse. Det er vanskelig å komme frem til en eksakt definisjon på bakgrunn av at det finnes spredt litteratur som omhandler dette tema. Litteratur skrevet av

Michael E. Porter, som *"Clusters and the New Economics of Competition"* (1998) og *"The Cluster Policies Whitebook"* skrevet av Andersson & et al (2004) er anerkjent og vil bli mye brukt for å forklare hva dette tema går ut på.

Clustere blir også opprettet for kunder, produsenter av komplementære produkter og for selskaper som har en relasjon til hverandre ved for eksempel kunnskap og teknologi. Tradisjonelt har virksomhetene i et cluster et samarbeid og er knyttet sammen ved at de driver lik kjernevirksomhet som gir direkte relasjon gjennom samme marked og kjerneprosesser. Dette har dog flyttet seg over mot et mer generelt aspekt, hvor kunnskap uavhengig av bransje har blitt mer vanlig. Det er ingen spesielle krav eller definisjoner om hvorvidt det er et effektivt cluster eller ikke, men det er naturlig å tro at det innebærer en form for spesialisering mellom aktørene med felles kjernevirksomhet, og med tilknytting og synergier til hverandre. Man ser per i dag flere tilfeller hvor aktører inntar flere felt innad i en sektor, inkludert ulike industrier og tjenesteytende næringer. I Sverige og Gøteborg er det for eksempel interaksjoner mellom aktører i GPS-, IKT-, auto- og sensorteknologi som sammen har skapt et nytt område for teknologi som er illustrert i figur 8 (Andersson & et al., 2004):



Figur 8: Cluster-dannelser i Sverige

Et annet eksempel på clusterer som ikke har klare begrensinger er bioteknologiske clusterer (Andersson & et al., 2004) illustrert i figur 8. I dette tilfellet er bioteknologi etablert i flere sektorer som matproduksjon, jordbruk, helse og miljø. Da bioteknologi alltid er i utvikling er kunnskapen om det svært viktig, uavhengig av hvordan man utnytter denne formen for teknologi. Derfor kan kunnskapen spres på tvers av sektorer som baserer noen av sin virksomhet på nettopp bioteknologiutvikling. Spesialisering er derfor ikke nødvendigvis begrenset av sektorer, og heller ikke for clusterer. Virksomhetene må dog ha fellesinteresser.

Andersson & et al (2004) argumenter for at clusterer kan deles inn i fire hovedgrupper; selskaper, regjeringen/staten, forskning og finansielle institusjoner. Det er også viktig at de politiske partene er aktive og engasjert i utviklingen av private clusterer slik at utviklingen skjer i tråd med de nasjonale ønskene.

Porter (1998) argumentere for at clustere også gjerne oppstår ved offentlige tilbud som universiteter, forskningsinstitutter og teknisk institusjoner. Cluster er en annen måte å organisere verdikjeden på, som ligger mellom "arm-lenght market" og hierarki integrering (vertikal organisering). Med "arm-lenght market" menes et marked hvor ingen av aktørene har kontakt eller relasjon til hverandre (Investopedia, 2014), og hvor et cluster vil reduserer denne ufleksibiliteten. Vertikal integrering som en selskapsstrukturen hvor for eksempel en produsent eier sin distributør og på den måten slipper formaliteter som allianse eller partnerskap. Dette skaper en fordel ved at selskapclustere i et geografisk område tiltrekker seg en større kundegrupper.

Hva er fordelen med clustere?

Selskaper er, normalt sett, i konkurranseutsatte næringer hvor flere aktører kjemper om de samme godene. Det er derfor krav til at disse virksomhetene optimaliserer driften ved for eksempel å kutte kostnadene, heve kvaliteten, utvikle seg mot nye markeder og kundegrupper. Mer omfattende vurdering av dette ble gjennomgått i kapittel 1.1.1. Slike krav kan være kostbare, og fort få selskaper mindre lønnsomme. Clustere som er avhengig av slik konkurranse kan, på den annen side utnyttes til fordel for alle de konkurrerende aktørene. Aktører i clustere kan nemlig samarbeide rundt kjernevirksomheten ved å utnytte kompetansen og komplementere hverandre. Dette vil tiltrekke seg kunder og andre ressurser som ikke har vært tilgjengelig uten clustere. I tillegg kan risikoen reduseres og oppnå stordriftsfordeler (Andersson & et al., 2004), som også gir en strategisk fordel (2008). Clustere kan påvirker konkurranse på tre ulike måter: 1. Øke produktiviteten for selskaper i det bestemte området, 2. Øke innovasjonsdriverne i bransjen og 3. Stimulere formasjonen til nye virksomheter som igjen styrker og utvider clusterne som virksomhetene er en del av.

Hvert medlem får fordeler (Porter M., 1998)

"as if it had greater scale or as if it had joined with other formally without requiring it to sacrifice its flexibility"

og

"Being part of a cluster allows companies to operate more productively in sourcing inputs; accessing information, technology and needed institutions; coordinating with related companies; and measuring and motivating improvement"

Clustere gir konkrete fordeler som (Porter M., 1998):

- **Større tilgang på ansatte og leverandører:** Ved at risikoen for relokasjon er lav, vil et cluster tiltrekke seg talentfulle ansatte, samt ha større tilgang til erfarne mennesker ved at et selskap er en del av et større cluster. Det samme gjelder for leveranser ved reduserte transaksjonskostnader da alle virksomhetene er lokalisert i et området.
- **Større tilgang til "innside informasjon":** Å være en del av et cluster kan gir tilgang til informasjonsfordeler gjennom generelle kompetanse som flyter mellom virksomhetene. Det sosiale aspektet er også av betydning da det kan gi personlige relasjoner og innside i konkurrentens virksomhet, samt profesjonelle bånd dem imellom.

- **Sammenheng og koblinger mellom virksomhetene:** Er det god sammenheng mellom virksomhetene i et cluster kan det gi store fordeler. Porter (1998) illustrerer dette med et turistcluster. Når turister velger områder å dra til er det ikke bare hovedattraksjonen som har alt å si, men helheten av tilbud som finnes i det bestemte området. Det kan for eksempel være restauranter, hoteller og shoppingmulighetene. Hvis disse befinner seg i ett og samme cluster vil en god prestasjon av en av ”medlemmene” gi et løft for de andre og dermed totalt sett tiltrekke seg riktig kundegruppe.
- **Motivasjon og måling:** Rivalisering skaper motivasjon og fremmer konkurransen som cluster er avhengig av. Det setter dermed større krav til hver enkelt virksomhet, noe som vil gjøre det enklere å måle seg mot rivalene og fremme innovative tanker. Et innovative cluster som for eksempel Silicon Valley i USA har befestet en veldig sterk posisjon i it-virksomhet, og vil være et senter for innovasjon i flere år fremover.

To faktorer som er relevante for denne oppgaven, og som må vurderes opp mot strategien til virksomheten er geografisk konsentrasjon og lokalt engasjement. Disse faktorene er i følge Porter (1998) viktige for å bli inkludert i et cluster:

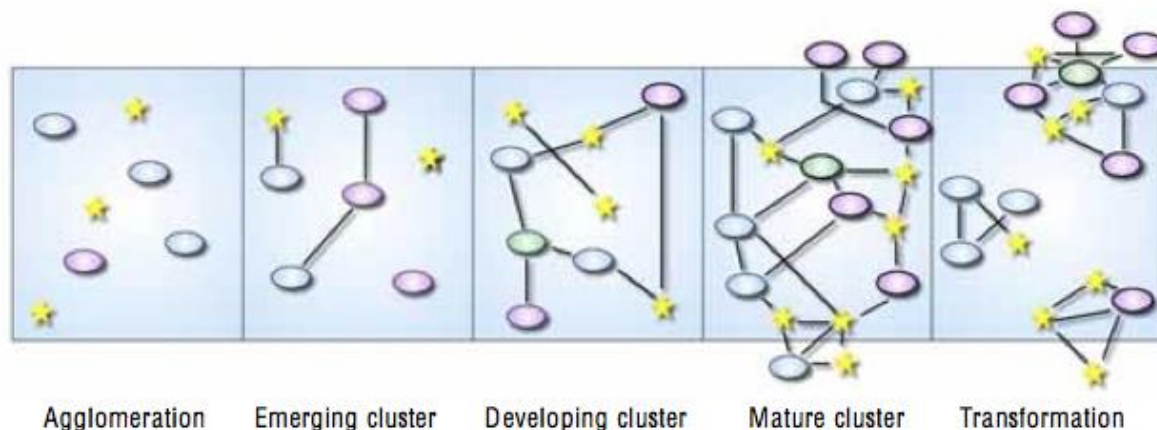
- **Geografisk konsentrasjon:** Ved valg av beliggenheten til virksomheten er det to faktorer som er vesentlig å vurdere; Kostnadene ved å etablere seg og drifte virksomheten samt de potensielle innovasjonsmulighetene som ble diskutert over. I en globalisert verden må virksomheten, gitt at det er en internasjonal virksomhet av en viss størrelse, spre sine aktiviteter rundt om i verden for å oppnå den nødvendige markedsposisjonen som strategien tilsier. Klarer ikke virksomheten dette vil den oppleve konkurransemessige utfordringer. Dette gjelder også for nasjonale virksomheter som bedriver i et land eller et området i et land. Clustertenkning foreslår at et pulserende og aktivt cluster vil minske sjansene for slike utfordringer. En slik tankegang foreslår også at det er bedre å flytte en gruppe av virksomheter som har clusterpotensial gjennom en virksomhetskobling i stede for å spre den rundt på andre lokasjoner. Dette er også i tråd med Andersson & et al (2004) som mener at geografisk nærhet har en vane for å fremme erfaringsoverførsel blant aktører.
- **Lokalt engasjement:** Det sosiale aspektet rundt cluster er også av betydning da dette som nevnt over kan gi personlig relasjoner og innside i hvordan konkurrentene bedriver sin virksomhet. For å maksimere fordelene av cluster er det viktig at alle virksomhetene er med å bidrar til lokal tilstedeværelse gjennom lokal investeringer og samarbeid med offentlig institusjoner.

Et eksempel på en cluster er den Italienske skinnmoten som består av diverse kjente og dyre merker for sko, skotilbehør, maskiner og redskap for produksjon av sko og designtjenester. Et slikt cluster inneholder også sidevirksomheter som relaterer seg til samme industri slik som andre produkter som bruker italiensk skinn. Det som er felles for slike produkter er at de markedsføres på lik måte og mot de samme kundegruppe, samtidig som de konkurrerer mot hverandre. Fordelen med et slikt cluster er at italiensk skinnmote kan knyttes opp mot hverandre, noe som fører til et samarbeid som hever omdømme til alle produktene som produseres med italiensk skinn. Dette vil gi konkurransemessig fortrinn (Porter M., 1998). Et cluster er avhengig av konkurranse men også samarbeid. Uten sterkt konkurranse vil effekten av en cluster forsvinne på bakgrunn av rivaliseringen mellom konkurrentene. Konkurranse og samarbeid kan gå hånd i hånd fordi de oppstår i forskjellige dimensjoner blant forskjellige markedsaktører. Det er ingen klare begrensninger på hvordan slike cluster kan forme seg,

men de er definert av tilknytningen de har med hverandre. Clustere kan derfor gå på tvert av industrier og landegrenser.

Prosessten

Alle clustere vil utvikle og forme seg etter omgivelsene. Det er i følge Andersson & et al (2004) en logisk utvikling av clustere, og som på generelt basis deles opp i 5 steg, illustrert i figur 9:



Figur 9: Cluster-dannelse og utvikling

1. En region har et antall selskaper og andre aktører
2. Alle aktører i samme region begynner å samarbeide rundt kjernevirksomheten og ser felles muligheter. Koblinger og samarbeid opprettes.
3. Nye aktører med samme kjernevirksomhet tiltrekkes av clustere som utviklingen seg i regionen, som fører til videre vekst.
4. Et modent cluster når en viss størrelse og omfang samtidig som at den har utviklet en relasjon til andre clustere, aktiviteter og/eller regioner.
5. Transformasjonsprosessen hvor markeder, teknologier og andre prosesser endres. Aktørene i clustere må også tilvenne seg endringen for å overleve i bransjen, og dermed vil clusterne følge etter denne utviklingen.

Andersson & et al (2004) argumenterer for at clustere er delvis drevet av fremtidig potensiell utvikling og styrke, og derfor er evnen til å møte fremtidig etterspørsel en vesentlig faktor for formasjonen. Dette er også i samsvar med Porters (1998) refleksjoner rundt innovasjon.

Da fordelene ved clustere er svært mange vil det være naturlig å stille seg spørsmålene om hvorvidt en clustertankegang kan implementeres inn i strategien til et eiendomsselskap og bidra til å optimalisere verdien for eier?

Det finnes lite tilgjengelig informasjon om clustere som er direkte relatert til eiendom, men en definisjon har forfatteren lyktes med å finne. I boligeiendom kan cluster-utvikling defineres som *"The grouping of housing units on less- than-normal-size homesites, with remaining land used as common areas"*. Et eksempel på dette: istedenfor å bygge ti eiendommer per mål på en ti mål stor tomt, vil en eiendomsutvikler bygge 20 eiendommer på fem av tomtene og bruke de resterende målene som fellesområde med fasiliteter (Reilly, 2000). Dette er en form

for eiendomscluster og det finnes mange forskjellige. For å kartlegge noen av de mest brukte i Norge er det utført intervjuer av eiendomsselskap hovedsakelig basert i Oslo. Disse vil bli presentert casekapitlet.

1.3 Verdi i enkelteiendom

Til nå er strategi og portefølje diskutert basert på teori og annen litteratur. En portefølje er som nevnt en samling av produkter og tjenester, og dermed er prestasjonen til disse eiendelene helt essensiell i den forstand å skape verdi for porteføljeeieren.

Det ble i definisjonsskapitlet definert begrepet verdi, og at det er vanlig å skille mellom bruksverdi og bytteverdi. Bruksverdi ble definert som hvorvidt et produkt eller tjeneste tilfredsstiller brukerens ønsker og behov gjennom bruksfasen, uavhengig av kostnader og inntekter tilknyttet til kjøp og bruk av produktet eller tjenesten. Bytteverdien ble definert som en økonomisk pris, både kostnader og inntekter avhengig av hvilket perspektiv man ser det fra. Det neste spørsmålet en må stille seg er om det er korrelasjon mellom brukerverdi og bytteverdi i eiendom. Skrevet på en annen måte: Gir større bruksverdi høyere bytteverdi og omvendt? Dette er viktig i den forstand at verdi for utvikler og forvalter av eiendom kan bli gjenspeilt i verdien for bruker.

1.3.1 Bruksverdi vs. bytteverdi

Shen (2013) og Hjelmbrekke (2013) argumenterer begge for at verdi kan defineres som forholdet mellom ”function/benefit” og kostnader. Bruker man følgende definisjon, kan man derfor si at:

$$Verdi = \frac{Bruksverdi}{Bytteverdi} *$$

**Når bytteverdi refereres til en kostnad, og ikke en inntekt.*

Det vil si at den totale verdien er bruksverdien relativ til kostnadene som er tilknyttet bruket av eiendommen.

I definisjonsskapitlet ble det konkludert at markedsverdien på en eiendom er en form for bytteverdi. Hvorvidt denne bytteverdien er avhengig av bruksverdi skal nå bli gjennomgått. Ulike modeller er brukt for å beregne markedsverdien av eiendommer, avhengig av hvilket segment det er snakk om (Kristiansen, 2013). For bolig er det typisk å beregne markedsverdi basert på sammenlignbare eiendommer mens for næringsseiendom er det noe mer kompliserte modeller. Tre slike modeller er beskrevet under for å illustrere ulike fremgangsmåter ved verdivurdering av næringsseiendom.

Den første og viktigste for denne oppgaven er multiplikatormodellen:

$$Markedsverdi = K_1 * \frac{1}{k - g}$$

$K_1 = \text{Netto leie år 1}$
 $k = \text{risikojustert nomiell avkastningskrav}$
 $g = \text{årlig vekst i nettoleie}$

Ved bruk av denne modellen ser man at markedsverdien til eiendommen er svært avhengig av netto leieinntektene som utleielokalene genererer. Dette beløpet blir så dividert på avkastningskravet minus årlig netto vekst på leien. Avkastningskravet blir beregnet som en risikofri rente pluss et risikotillegg basert på vurderinger til hver enkelt eiendom, og beskriver forventet avkastning på investeringen. Multiplikatormodellen er godt brukt i næringseiendom, og derfor også godt brukt i denne oppgave for å illustrerer ulike faktorer.

Den andre metoden er nettokapitaliseringsmetoden som innebærer en verdivurdering basert på eiendommens netto inntektsoverskudd og krav til forrentning som stilles ved kjøp i dagens marked. Leieinntektene er basert på markedsleie og forventningskravet er basert på erfaringstall fra sammenlignbare eiendommer (Kristiansen, 2013).

Den tredje og siste modellen er en utregning av teknisk verdi, hvor en estimerer byggekostnadene som ny, trekker fra redusert teknisk tilstand og legger til tomteverdi:

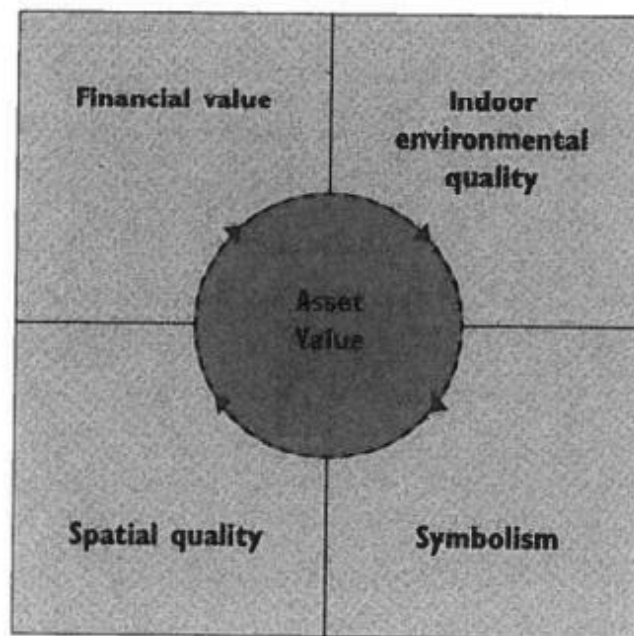
$$\text{Teknisk Verdi} = \text{Byggekostnad Ny} - \text{Teknisk Tilstand} + \text{Tomteverdi}$$

Hvilken av disse modellen som er best vil ikke bli diskutert her. Multiplikatormodellen er dog den modellen som vil bli mest brukt i denne oppgaven.

Tar man for seg multiplikatormodellen vil man se at det er stor korrelasjon mellom markedsverdien (bytteverdien) og bruksverdien til eiendommen. Jo høyere netto leieinntekten er, jo høyere vil markedsverdien på eiendommen bli. Man kan i det lange løp tenke seg at leieinntekter for eier vil reflektere i hvilken grad leietakeren er fornøyd med sine lokaler. Sagt på en annen måte: leieprisen vil reflektere bruksverdien i det lange løp, som igjen vil reflektere markedsverdien på eiendommen. For å illustrere dette poenget så tar vi for oss et eksempel: Vi antar to like eiendommer, A og B. Begge eiendommene har samme standard, beliggenhet, avkastningskrav og årlig vekst i netto leieinntekter. Leieinntektene vil dermed være de samme og ifølge multiplikatormodellen vil begge eiendommene ha samme markedsverdi. På grunn av dårlig kundeservice og vedlikeholdsarbeid over tid i bygg A er ikke leietakeren villig til å betale like høy leiepris som i bygg B. Bruksverdien for leietaker i bygg A vil dermed reduseres, og vil slå ut på markedsverdien på eiendommen. Et lignende eksempel vil bli illustrert i casekapitlet.

En undersøkelse fra Building Use Studies (BUS) viser at det er sammenheng mellom kvaliteten på bygget og oppfattet arbeidsproduktiviteten for brukeren (Spencer & Winch, 2002). Produktivitet er definert som forholdet mellom lønn og tilføydd verdi til selskapet. Undersøkelsen viser at de beste byggene gir økt produktivitet for bruker på opp mot 12,5%, mens de dårligste byggene gir et fall ned mot 17,5%. Dette utgjør en produktivitetsdifferanse mellom de beste og dårligste byggene på 30%. Disse resultatene viser hvilken rolle et bygg kan ha for bruksverdien til brukerne. Antar man at bygg med god kvalitet har høyere markedsverdi enn de med mindre god kvalitet kan man i dette tilfellet si at høy bytteverdi gir høy bruksverdi.

I "How buildings add value for clients" skrevet av Spencer og Winch, er bytteverdi og brukerverdi koblet sammen gjennom en "asset value matrix" vist i figur 10 (Spencer & Winch, 2002).



Figur 10: Asset value matrix

Matrisen viser hvilke faktorer som vil påvirke "asset value" som i dette tilfelle er verdien på eiendelen, altså markedsverdien til eiendommen. De finansielle faktorene har ikke overraskende en stor påvirkning på verdien på eiendommen, da disse i følge kilden hovedsakelig består av forvaltnings-, drifts- og vedlikeholdskostnadene. Verdien på bygget er ifølge Spencer og Winch (2002) også sterkt påvirket av kvaliteten til innendørs miljø som hovedsakelig innebærer lys-, lyd- og luftkvaliteten, romfølelse, det vil si størrelsen og formen og symbolisme som menes med forholdet mellom eiendommen og dens ytre miljø.

Det argumenteres for at innemiljøet og romfølelse i sterk grad påvirker leietakers produktivitet og virksomhetsprosesser, samt at symbolismen påvirker hvordan leietakers virksomhet blir fremstilt utad. Alle de fire faktorene over vil gå under definisjonen bruksverdi da disse utgjør brukers krav med hensyn til deres behov. Alle faktorene er med på å forme markedsverdien på bygget, illustrert i multiplikatormodellen

For eieren av en eiendom som leier ut sine lokaler, er det viktig at det blir generert positive kontantstrømmer. For å opprettholde dette må eiendommen ses på som en eiendel som finnes for å tilrettelegge brukerens målsetning (Hjelmbrekke, 2013). I følge denne formuleringen vil eieren være opptatt av både bytteverdi og bruksverdi.

Vi kan gjennom disse eksemplene se at bruks- og bytteverdien henger sammen da den totale verdien som oppnås er forholdet dem imellom (bytteverdi refereres her til kostnader). Produktiviteten til leietaker reflekteres i bruksverdien til leietaker, samt også i bruksverdien til eier. Det er fordi leietakerens bruksverdi er reflektert i leieprisen, og leieprisen påvirker som nevnt markedsverdien på eiendommen.

1.3.2 Bruker- og eierinteresser

I bruksfase av et bygg har både bruker og eier ulike interesser. Eikeland (2008) har oppsummert hvilke interesser de respektive aktørene har ved inngåelse av leiekontrakter. For brukeren er parameterne følgende:

- Overensstemmelse med brukerens praktiske behov, det vil si god funksjonalitet, tilstrekkelig areal, god planløsning, god tilgjengelighet osv.
- Teknisk tilfredsstillende standard på lokalene og tilfredsstillende inneklima
- Estetiske kvaliteter, alt fra at bygningens eksteriør og interiør har et uttrykk som brukeren føler er representativt for seg selv, til at overflater m.m. er bra vedlikeholdt
- Riktig beliggenhet og god tilgjengelighet for alle brukere
- Lett tilgjengelig drifts- og brukerservice
- Samsvar mellom krav og forventninger til lokalene med tilhørende tjenester og det som faktisk leveres
- Krav til helse, miljø og sikkerhet
- Lovhjemlede krav til egen virksomhet i lokalene
- Sikkerhet mot brann, driftsstans, innbrudd, forurensningsskader, vannskader osv.
- Klar ansvars- og oppgavefordeling vedrørende lokalene og tilførende fdv-oppgaver, hvem som har ansvar for hva, og hvem man kontakter dersom noe skjer eller behov oppstår, god service.
- Lave kostnader for brukeren

For eieren er det følgende:

- Tilfredsstillende brukernes ønsker og behov
- Godt omdømme i samfunnet
- Godt omdømme i markedet
- Ivareta eieransvaret
- Ryddig forretningsdrift
- God løpende avkastning
- God utvikling av eiendommens verdi
- Andre interesser knyttet til formålet med å eie

Disse parameterne er svært relevante med hensyn til denne oppgaven på bakgrunn av at interesser og verdier kan tolkes som samme fenomen. Bruker- og eierinteresser til Eikeland vil i overordnet grad sammenlignes med resultatene i spørreundersøkelsen som er foretatt i casekapitlet.

2. Casestudie

Del 1 er nå presentert som et teori- og litteraturkapittel om strategi, portefølje og enkelt-eiendom. Spørsmålet nå er hvorvidt det teoretiske grunnlaget i denne oppgaven er aktuelt for eiendomsselskaper i Norge. Dette er undersøkt ved å snakke med eiendomsselskap, både gjennom intervjuer og gjennom spørreundersøkelser. De samme temaene som i del 1 vil nå bli diskutert i del 2; casekapitlet.

Det vil bli gjennomgått hvordan eiendomsselskaper i Norge driver sin virksomhet på strategisk-, portefølje- og enkelt-eiendomsnivå. For strategisk- og porteføljenivå er det gjennomført intervjuer med Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom, Norwegian Property (NPRO) og Entra Eiendom hvor tema har vært strategi og porteføljetankegang for de representative selskapene. Det har blitt gjennomgått hvordan og hvorfor disse selskapene har dannet sin strategi som de har og i hvilken grad diversifisering og clustertankegang er implementert i denne strategien. Beslutningsprosessen og i hvilken grad dette blir tatt i henhold til den overordnede strategien samt aktiv og passiv porteføljetilnærming er også diskutert. Intervjumalene er lagt i vedleggslisten som vedlegg 1 og 2. Hvert tema er diskutert selskap for selskap, med Entra Eiendom som hovedcase.

Spørreundersøkelsen vil så bli presentert hvor 27 aktører har bidratt ved å svare på undersøkelsen. Dette gjelder både for eiere og brukere av kontoreiendommer da det teoretiske grunnlaget viser stor sammenheng mellom bruker- og eierverdi. Det har kun vært fokus på kontoreiendom i denne delen av oppgaven, da det var ønske om å få resultater med høy validitet i stede for lav validitet på flere eiendomstyper. Andre typer eiendom har derfor ikke blitt prioritert. Det er i tillegg blitt gjennomført intervjuer av Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom, Aspelin Ramm Eiendom og Entra Eiendom for å støtte oppunder svarene.

2.1 Case 1: Søylen Eiendom

Søylen Eiendom er en eiendomsaktør basert i Oslo som hovedsakelig driver sin virksomhet innenfor handelseiendom i Oslo sentrum, men også innenfor kontor- og boligeiendom. Selskapet er eid av tre privatpersoner; Carl Erik Krefting, Hans Petter Krohnstad og Runar Vatne.

2.1.1 Strategi og portefølje

Porteføljestrategien for handelseiendommene til Søylen Eiendom går ut på å få inn handelsvirksomhet som ikke allerede er i Norge eller som ikke er på by-baserte kjøpesentre. Tanken er at disse skal samles i en klynge basert på cluster-strategi. Denne strategien er også godt implementert i strategien for kontoreiendom. Søylen har i tillegg leiegårder i Sveits.

For Søylen Eiendom er avkastning over tid, referert til leieinntekter og bytteverdi de viktigste elementene. Investeringsstrategien deres er å lete etter objekter som har et potensial for økt

bytteverdi (leieinntekter). Tanken bak deres strategi er at verdien på bygg er leieinntektene og at mursteinen i seg selv ikke har noen verdi. Slik som Krefting (2014) formulerer det *”materiale har ingen verdi hvis ikke det kan generere en leieinntekt”*. Bakgrunnen for denne tankegangen kom frem ved hjelp av grundige analyser. Deres unike markedsposisjon innenfor luksussegmentet i Oslo sentrum ble etablert ved å sammenligne seg med utenlandske byer av samme størrelse. Det ble undersøkt hvilken bransje som vokste raskest internasjonalt, noe som viste seg å være salg av luksusvarer. For byer i Europa, av samme størrelse som Oslo, er det gjerne 20-25 luksusbutikker, mens i Oslo var det mange færre (Krefting C., 2014). På bakgrunn av blant annet befolknings- og økonomisk vekst, ble det konkludert med at det fantes et slikt uoppdaget marked i Oslo. Dette er til sammenligning til lik tankegang som Porter (1996) som mener at:

”creative strategists may be able to spot an industry with a good future before this good future is reflected in the prices of acquisition candidates”

Krefting (2014) beskriver selskapet som en ”risk-loving” virksomhet. Det vil si en virksomhet som ønsker å ta ekstra risiko for å oppnå den ønskede avkastningen. Dette argumentere han med den høye finansieringsgraden, samt ønske om å alltid være så høyt belånt som mulig. Søylen Eiendom har en aktiv porteføljetilnærming, ved å aktivt kjøpe og selge eiendommene for å tilpasse porteføljen i henhold til strategien. En slik tilnærming er i følge Krefting (2014) viktig for å lykkes i dagens eiendomsmarked i Norge.

Viktige beslutninger i Søylen Eiendom blir hovedsakelig tatt i styret. Med viktige beslutninger menes kjøp og salg av eiendommer. Krefting (2014) prøver kontinuerlig å tilpasse eiendomsmassen til porteføljestrategien og mener derfor at slike beslutninger burde bli tatt i styret til selskapet. Leiekontrakt og vedlikehold blir dog besluttet på administrativt nivå, med unntak av om dette skulle representere en betydelig kostnad. I slike tilfeller vil forvalterne formidle eventuelle vedlikeholdsetterlep som evalueres med byggeteknisk avdelingen. Budsjettet for dette blir gått gjennom med daglig ledere (bla. Krefting) og evaluert. På denne måten kan man trygt si at beslutninger av betydning for hele virksomheten blir tatt i henhold til forretnings- og porteføljestrategien til selskapet (Krefting C., 2014). Viktigheten av dette er poengtert i beslutningsteorien i teori- og litteraturkapitlet.

2.1.2 Diversifisering

Søylen Eiendom som driver sin forretningsvirksomhet i eiendomssegmentene handel, kontor og bolig ønsker å ha en viss diversifisering av sine porteføljer. Med bakgrunn på å fordele risikoen har de valgt en internasjonal diversifiseringsstrategi ved å plassere store deler av boligmassen i Sveits, mens hovedmassen av handel- og kontoreiendommene er plassert i Oslo (Krefting C., 2014). Sveits ble hovedsakelig valgt på bakgrunn av at landet har svært stabil økonomi, uavhengig av markedsconjunkturer. Krefting (2014) trekker også frem at Sveits viser seg å ha mot-syklisk utvikling (negativt korrelerte) av økonomien sammenlignet med Norge, noe som åpner for gode diversifiseringsmuligheter. Denne tankegangen stemmer godt overens med Markowitz ”Modern Portfolio Theory” (MPT) (1952) fremført i teori- og litteraturkapitlet.

Valget av eiendomstyper er derimot ikke basert på diversifisering med ønske om å redusere risikoen til eiendomsporteføljen. Hovedsegmentet til Søylen Eiendom er ifølge Krefting

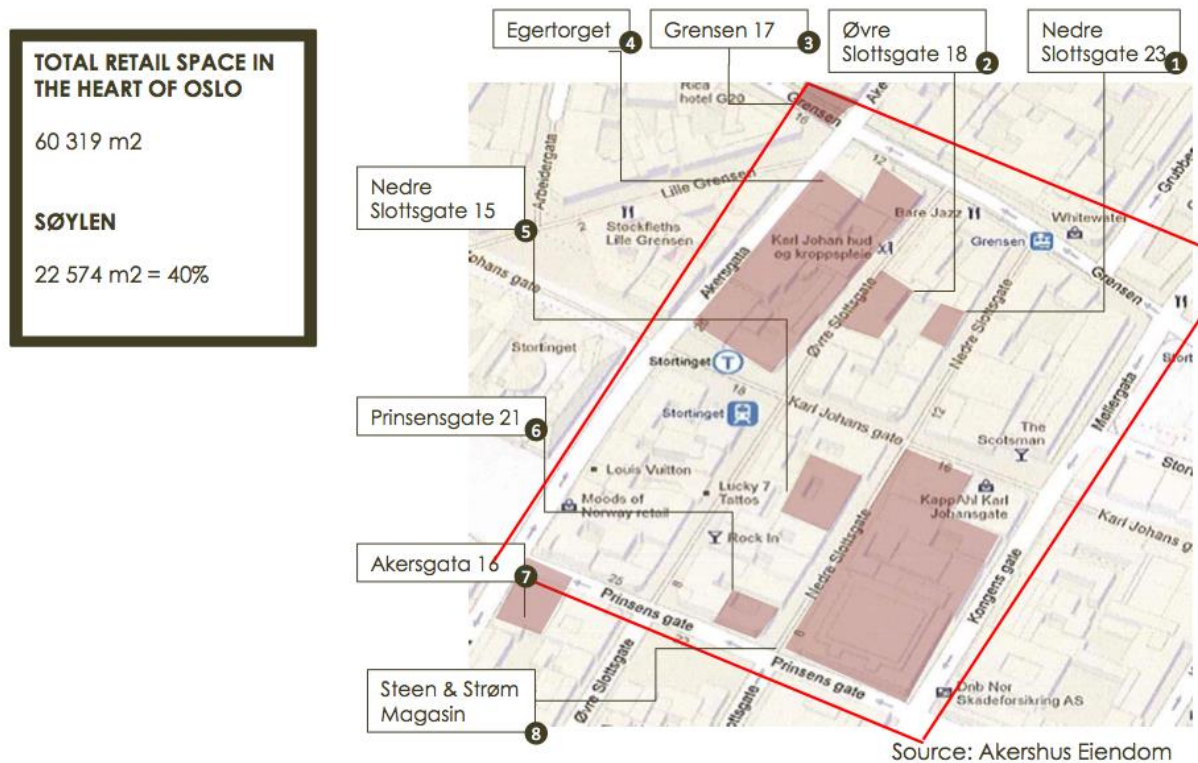
(2014) handelseiendom, selv om porteføljen også inneholder kontor- og boligeiendom. Strategien til selskapet blir dog mer og mer spisset mot handelseiendom, men ved kjøp av slike lokaler følger det ofte med kontorarealer i de øvrige etasjene. Det blir per dags dato veldig sjeldent kjøpt egne kontorarealer. Krefting (2014) forteller videre at investering innenfor hotellsegmentet og lager/industrieiendom er uaktuelt fordi disse segmentene er så spesialiserte. Hver enkelt eiendomstype drives ut ifra erfaring og kunnskap og det er derfor viktig at man holder seg til det man kan. Å utvide virksomhetsområdet uten erfaring og kunnskap vil virke mot sin hensikt ved at risikoen for å bli utkonkurrert blir stor. Den totale porteføljerisikoen vil dermed øke. I Norge så holder Søylen Eiendom seg til hovedstaden, Oslo. En geografisk/økonomisk diversifisering er ikke brukt innad i landet fordi befolkningsveksten og den økonomiske veksten kun er stor nok i Oslo basert på strategien til Søylen Eiendom. Hadde dette blitt benyttet mener Krefting (2014) at den totale porteføljerisikoen hadde økt. Det er dog verdt å merke seg, og som Krefting påpeker, at Søylen Eiendom kjører en høy risikoprofil ved å være utsatt mot handelseiendom i ett geografisk området. To eksempler på hendelser som kan påvirke virksomheten er politiske vedtak og økonomiske svingninger.

Klare leietakerdiversifisering er lite brukt da majoriteten av leietakerne kommer fra den private sektoren. Søylen har dog noen statlige leietaker og flere representerer internasjonale virksomheter.

2.1.3 Cluster

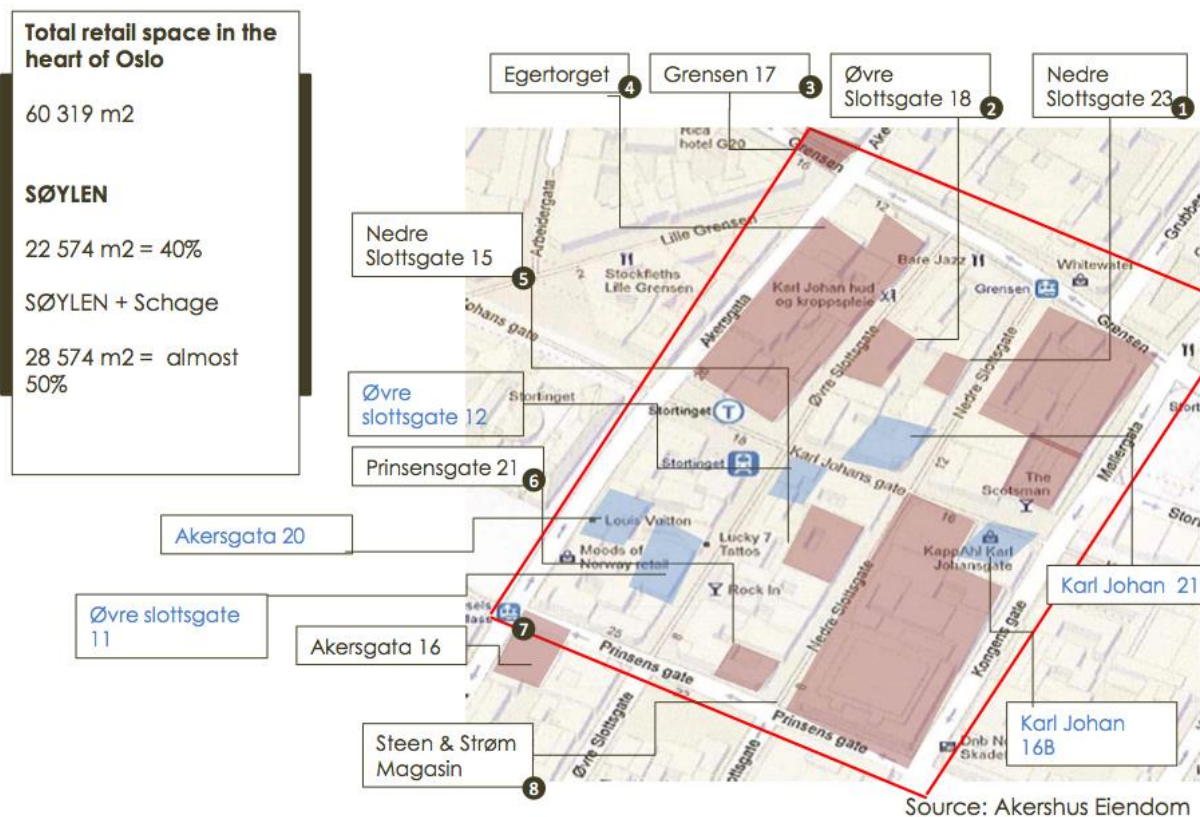
For Søylen Eiendom er cluster-tankegangen helt essensiell. Det vil nå bli illustrert to eksempler på hvordan dette selskapet prøver å danne clusterer for sin eiendomsmasse.

Det første og beste eksemplet er som nevnte handelseiendommene i Oslo Sentrum, nærmere sagt i kvadraturen ved Karl Johansgate i Oslo. Som figur 11 illustrerer, eier Søylen Eiendom 40 % av eiendommene i dette området (Søylen Eiendom, 2014).



Figur 11: Cluster-oversikt, Søylen Eiendom; 40 % av området

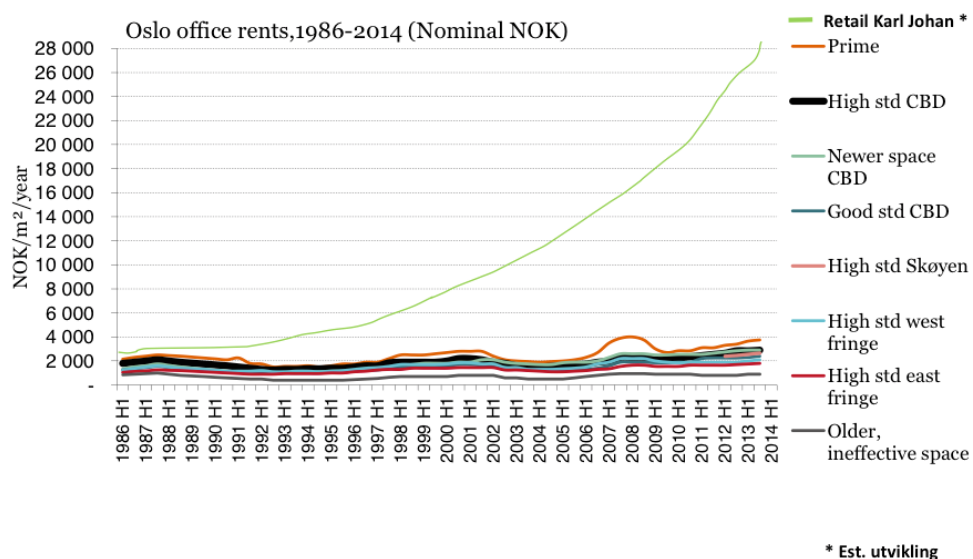
Schage Eiendom og Søylen Eiendom eier kjøpesenteret Steen & Strøm sammen, og tar man med det eier Søylen nesten 50% av eiendomsmassen. Legger man til eiendommene til Eiendomsspar (markert i blått i figur 12), utgjør dette en enda større andel som figur 12 illustrerer. Selv om disse eiendomsselskapene konkurrerer mot samme kunder, ønsker de samme cluster-effekt slik at de kan samarbeider rundt samme tankegang. Et slikt samarbeid skaper ikke bare et cluster blant leietakerne, men det skaper også et cluster blant eiendomselskapene i området, hovedsakelig representert av Søylen Eiendom, Schage Eiendom og Eiendomsspar (Søylen Eiendom, 2014).



Figur 12: Cluster-oversikt, Søylen, Schage og Eiendomsspar

Så hvilke fordeler gir dette Søylen? Søylen har per dags dato en unik mulighet til å danne en sammensetning av eiendommer slik at virksomhetene som benytter seg av lokalene skal dra fordel av cluster-effekten. Internasjonale luksusmerker har mange krav som må tilfredstilles før de i det hele tatt er interessert i å etablere seg i et området. To av disse kravene er at de skal være en del av et "High-End" og "High-Street" distrikt. Når Søylen nå har oppfylt disse kravene står luksusmerkene i kø for å etablere seg i Oslo sentrum, noe som reflekteres i leieprisen på lokalene. Figur 13 illustrerer denne utviklingen (Søylen Eiendom, 2014):

Kontorleie og butikkleie i Oslo 1986-2014



Figur 13: Utvikling av leiepriser i Oslo

Som det ble funnet i teori- og litteraturkapitlet er leieprisene reflektert i markedsverdien på bygget. Søylen oppnår dermed både høyere leie og markedsverdi på eiendomsmassene sine ved å danne clusterne.

En slik effekt kommer ikke bare på grunn av selve lokalene, men ved et helhetsinntrykk av området. Målene for Søylen har derfor vært å danne en destinasjon hvor kundene kan komme for å oppleve (Søylen Eiendom, 2014):

- Atmosfære
- Attraktive konseptbutikker
- Internasjonale merkevarer
- Restaurant og cafeer

For å lykkes med dette konseptet er det også krav til en eiendomsutvikler å fokusere på helheten, og ikke kun eiendommene. Det blir derfor lagt in store ressurser i dekorasjoner som blomster, lys, benker og skulpturer i gatene samt god kommunikasjon med kommunen.

Et annet godt eksempel som viser Søylen's aktive cluster-tenking er Smestad-området i Oslo. Smestad ligger rett utenfor Oslo sentrum, og er et lite knutepunkt på Oslo-vest. Søylen har de siste årene kjøpt opp store deler av næringseiendommene rundt t-bane stasjonen, med et forsøk på å få inn leietakere som arbeider innenfor ett fagfelt. På bakgrunn av enkel tilgang til offentlig transport som t-bane, buss, flybuss og parkering ble helserelaterte virksomheter valgt. Effekten av dette har i følge Krefting (2014) resultert i betydelig høyere leiepriser i området. Virksomheter som per dags dato leier lokaler hos Søylen er virksomheter som kan relateres til lege, tannlege, apotek, akupunktør og fysioterapi. Slike virksomheter ønsker å være en del av dette clusterne og dermed presser opp leieprisene. En annen underårsak for at denne strategien har lyktes er at det er mange eldre mennesker med god økonomi som ønsker å benytte seg av disse tilbudene.

Disse eksemplene illustrerer Porter (1998) argumentasjoner om at ved cluster-tankegang er det bedre å flytte en gruppe av virksomheter som har et cluster-potensial i sted for å spre dem rundt på andre lokasjoner.

2.2 Case 2: Pecunia Eiendom

Pecunia Eiendom er et selskap som også er basert i Oslo sentrum, hovedsakelig innenfor kontoreiendom. De har også bolig og utviklingseiendom i sin portefølje.

2.2.1 Strategi og portefølje

Som Søylen er Pecunia Eiendom privateid med få eierinteresser, og trenger derfor ikke å ta hensyn til eksterne investorer. Det er også grunnen til at Pecunia ikke har en klar forretnings- eller porteføljestrategi (Knudtzon H., 2014). Pecunia driver ført og fremt med utleie av kontoreiendom i Oslo sentrum. Kontoreiendommen utgjør den største bytteverdien til den totale porteføljen og er hovedinvesteringssegmentet. Selskapet har dog de siste årene også bedrevet utvikling av boliger samt utleie. Selskapet har også noe lager- og logistikkeiendom som kombinasjonsbygg. (Knudtzon H., 2014).

Pecunia er i følge Knudtzon (2014) ”risiko-averse”. Det vil si at selskapet ønsker å ta så lite risiko som mulig. Pecunia kjører en trygg forretningsstrategi og mener at avkastningen gjenspeiles i risikoen til selskapet. Et god eksempel på dette er at de binder 50 % av rentene for å sikre seg, samtidig som det er lettere å planlegge fremtiden. Selskapet selger også eiendommer for å opprettholde lav gjeldsgrad, samtidig som de skal ha råd til nye investeringer. For Pecunia er det viktig å ha økonomisk likviditet slik at de kan gripe de mulighetene som kommer.

Knudtzon (2014) mener ledelsen i selskapet går gjennom porteføljen hver år og vurderer den opp mot strategien deres, og beskriver dette som en aktiv porteføljeforvaltning. De selger de nødvendige eiendommene som de ikke er fornøyde med. De tenker alltid fremover og hvor og hvordan de skal utvikle seg videre (Knudtzon H., 2014).

Kjøp- og salgsbeslutninger av eiendommer blir alltid vurdert opp mot porteføljen og hvordan de passer inn i Pecunia-systemet ved å tenke på selskapet som en helhet. Eierne ønsker som nevnt å gripe de mulighetene som dukker opp, og derfor er det ingen klare krav på hvilken beliggenhet eiendommen skal ha. På grunn av få ansatte blir også drifts- og vedlikeholdsbeslutninger tatt i henhold til Pecunia-tankegangen da kommunikasjonskanalene er korte. På grunn av størrelsen på selskapet, er Pecunia i en unik posisjon hvor ledelsen selv er i kontakt med alle leietakerne for å skape tilfredshet for sine brukere. Dette punktet er svært viktig for Pecunia.

2.2.2 Diversifisering

Geografisk sett har Pecunia ikke noen spesielle diversifiseringsstrategier, utenom å holde seg i Oslo. Pecunia ønsker førstekjennskapene til markedet de ønsker å drive inn under, og derfor er ikke andre byer vurdert som alternativer. Knudtzon (2014) forteller så at med hensyn til størrelsen på selskapet så skjer det absolutt nok i Oslo. For utviklingseiendommene (bolig) er beliggenheten svært spredt og i ulike segmenter i Oslo. Pecunia utvikler og selger ”billige” boliger på Grønland og ”svært dyre” boliger på Oslo-vest.

Porteføljen til Pecunia består som nevnt av kontor- og boligeiendom (utvikling og noe leie). Selskapet startet som et rent kontoreiendomsselskap, men har også gått over til boligeiendom. Grunnen til dette var fordi ledelsen så en mulighet da boligmarkedet var bedre enn kontormarkedet. Måten Pecunia jobbet med kontorbygg, ved å være ”hands-on” og detaljorientert, var i følge Knudtzon (2014) overførbart til boligeiendom, og derfor dumt å ikke benytte muligheten. At Pecunia ønsket å utvide porteføljen ved å gå inn i et annet eiendomstypesegment er også noe tilfeldig. Et prosjekt hvor ønsket var å utbygge kontorlokaler ble for eksempel avslått av kommunen til fordel for boligutbygging. Det er dog ingen klar diversifiseringsstrategi for selskapet for å redusere risikoen. Pecunia liker unike produkter og ser på hvert prosjekt isolert. I likhet med Krefting (2014) sin tankegang er Knudtzon (2014) klar og tydelig på at man må fokusere på eiendomstypene man kan og er gode på, for så å spesialisere seg derunder og rendyrke dette. Derfor ønsker ikke Pecunia å drive handelseiendom slik som Søylen, utenom noen handelslokaler i 1. etasje på kontorbyggene.

Når det kommer til leietakerdiversifisering kan man tyde en viss risikostrategi. Knudtzon (2014) mener at beliggenheten sier sin sak, og at Vika-området i Oslo (hvor største delen av kontormassene ligger) gjerne tiltrekker seg advokat- og finansrelaterte virksomheter. Et poeng som Knudtzon fremhever er eksponeringen mot kun denne type virksomhet, noe de fikk øynene opp for under finanskrisen i 2008. På den andre siden har Pecunia kun seriøse og store selskaper hvor risikoen for eventuelle konkurser er svært liten. De ønsker dog litt ulike leietakere i hvert bygg for å redusere denne risikoen enda mer. Pecunia har også flere offentlige og statlige leietakere på lange leiekontrakter. Disse kontraktene er som Knudtzon (2014) forteller svært trygge med ”ingen risiko”. Dette er selskapet svært beviste på og godtar heller at leien blir litt lavere.

Pecunia har en bevist diversifisering på forfallsstrukturen til leiekontraktene. Å sitte igjen med et tomt bygg kan være svært dumt i dårlige tider. Pecunia prøver derfor bevist å unngå dette ved å sette forskjellige løpetider på kontraktene slik at de alltid har en inntekt på eiendommen. Det blir også en naturlig utvikling ved at de ulike leietakere har forskjellige lengder på leiekontrakten samt at noen ønsker å benytte seg av forlengelsesopsjoner.

2.2.3 Cluster

Store deler av kontormassene til Pecunia ligger i Vika-området i Oslo, som gjerne tiltrekker seg advokat- og finansrelaterte virksomheter hvor betalingsvilligheten er høy. Eiendomsmassen er svært populær og selskapet får ofte kjøpsforespørsler. Knudtzon (2014) er dog delvis enig i at ”vika-clusteret” deres gir vesentlig utslag på leieprisene, men det er viktigere for dem at eventuelle nye leietakere vet at de kan være lenge hos dem. Det er også vanskelig å vurdere cluster-effekten på denne type virksomheter fordi leiekontraktene er såpass lange og ikke omsetningsbasert som for handelseiendom. Men det er ingen tvil om at beliggenheten og plassering til kontormassen til Pecunia er svært god.

2.3 Case 3: Norwegian Property (NPRO)

NPRO er et børsnotert selskap som ble etablert i 2006 og driver sin virksomhet primært innenfor kontoreiendom i Oslo og i Stavanger.

2.3.1 Strategi og portefølje

Selv om NPRO har eiendommer i Oslo og Stavanger er de kun lokale i Oslo. Det vil si at selskapet kun har kontorer i Oslo, og har dermed ikke muligheten til å være tilgjengelig for sine leietakere i samme grad i Stavanger som i Oslo.

Et børsnotert selskap har mange investorer og det er derfor tydelig og klare krav til selskapet. Et eksempel på dette er forretningsstrategien. Ideen bak NPRO sin forretningsstrategi er å skape verdivekst gjennom å eie, utvikle og forvalte førsteklasses næringseiendom. Med næringseiendom menes hovedsakelig kontoreiendom med tilhørende handelslokaler (Sletvold, 2014). Andre typer næringseiendom som kombi- og lagerlokaler ligger ikke i den rendyrkede

strategien som følger ut av forretningsideen, men slike eiendommer finnes i selskapets portefølje som følge av kombinasjonsbygg. Ut i fra forretningsstrategien skal eiendomsmassen til NPRO ligge i de mest attraktive klyngene (cluster) i Oslo og i andre vekstområder (Sletvold, 2014). Stevold (2014) mener at eiendomsmarkedet i Norge er så illikvid ved at det er så lite kjøp- og salgsmuligheter uavhengig av pris (relativ forstand). Strategien blir derfor dannet på bakgrunn av de mulighetene som byr seg og ikke omvendt, slik det er for aksjer og obligasjoner.

Strategien har endret seg over tid. I 2006, da selskapet ble dannet var strategien slik at porteføljen skulle inneholde minst en eiendom i alle byer med over 30.000 innbyggere. Målet med dette var å bli landsdekkende for å oppnå diversifiseringseffekten (Sletvold, 2014). Eiendomsmarkedet var på denne tiden svært finansdrevet, og for å oppnå dette var det stort fokus på volum som resultat av at bransjen beveget seg fra en institusjonelltankegang til en finansielltankegang. Denne tankegangen ble etter hvert skrinlagt fordi man så at geografisk- og økonomisk diversifisering ikke var mulig fordi det da var lite aktuelle eiendommer til salgs. Flere kjøp ble gjennomført, selv eiendommer utenfor satsningsområde som for eksempel ett lagerbygg på Gardermoen. Strategien ble etter hvert endret til en rendyrking innenfor de 5 store clusterne; 4 i Oslo (Aker Brygge, Skøyen, Lysaker/Fornebu og Nydalen) og 1 i Stavanger.

NPRO ønsker ikke å betale for å ta høyere risiko slik en ”risk-lover” ville gjort. Selskapet er innforstått med at det må tas risiko for å skape verdier i store deler av verdikjeden, men er allikevel ikke spesielt ”risk-lovers” (Sletvold, 2014). NPRO har en aktiv porteføljetilnærming i den forstand at de er aktive kjøpere av eiendommer med uløst potensial for så å fullføre dette potensialet før en så selge eiendommen. Det er dog ikke helt sånn det fungerer i praksis fordi slike muligheter er begrenset.

Når det gjelder beslutningsprosessen ved kjøp og salg av eiendommer besluttet disse av styret. Slike beslutninger blir gjerne innstilt fra administrasjonen ved at de forskjellige avdelingene, utleie, forvaltning, transaksjonsfinans og utvikling, fremmer forslag til endringer om de ser utfordringer på utleiesiden. Sletvold (2014) mener beslutninger blir tatt i henhold til den overordnede strategien.

2.3.2 Diversifisering

Stevold (2014) mener som nevnt at eiendomsmarkedet i Norge er så illikvid ved at det er så lite til salgs uansett pris (relativ forstand). Strategien blir dannet på bakgrunn av de mulighetene som byr seg og ikke omvendt, slik som for aksjer og obligasjoner. I aksjer og obligasjoner er det mange muligheter og derfor bedre diversifiseringsmuligheter samtidig som du ikke trenger å ta hensyn til være lokal.

Eiendom er i følge Sletvold (2014) svært forskjellige fra aksjer og obligasjoner når det kommer til diversifiseringsmuligheter. Diversifiseringsmetoder er mye mer brukt i denne sammenheng enn i eiendom fordi eiendom er svært illikvid. Med illikviditet menes transaksjonskostnader som gjerne representeres som advokat- og meglerkostnader, som i samsvar med Emerald Insight (2012) utgjør et betydelig kostnad. Dette gir i følge Sletvold (2014) begrensninger på porteføljusteringer. Selv om NPRO ønsker å kjøpe og selge eiendommer blir kostnadene fort for store. En annen vesentlig forskjell mellom aksje- og

obligasjonsmarkedet og eiendomsmarkedet er at de statistiske finansielle tallene tilgjengelig er svært lite holdbart fordi det sammenligner i stor grad epler og pærer (Sletvold, 2014). Tall om eiendomsmarkedet er ikke like lett å systematisere som for aksjer og obligasjoner. Dette gjelder for eksempel arealstatistikk som ikke tar hensyn til kvaliteten på bygget. Det samme gjelder for statistikk som måler og rapporterer avkastning. NPRO ønsker derfor ikke å benytte seg av slike verktøy fordi de mener dette gir feilaktig informasjon. Store deler av det teoretiske grunnlaget om diversifisering er i denne oppgaven kun basert på avkastningen til en eiendom. Tar man synspunktet til Sletvold vil slike undersøkelser ikke være så relevante fordi faktorer som kvaliteten på eiendommen ikke blir vurdert. Resultatene til forskningsartiklene er dermed ikke fullverdige om man skal se det fra Sletvold (2014) sitt perspektiv.

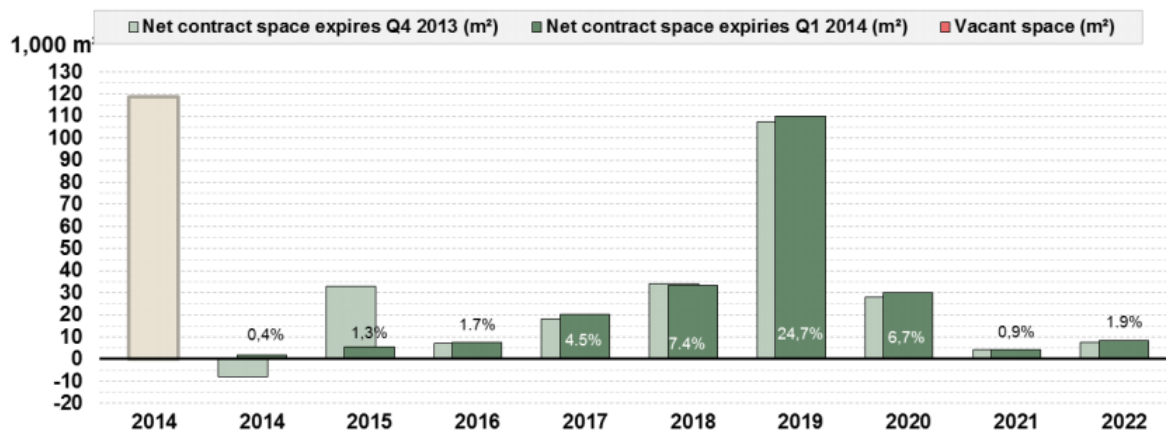
NPRO tenker at eiendom er svært lokalt og at det er relativt få synergier mellom det å eie eiendom med forskjellige beliggenheter. Det vil med andre ord si at det er lav korrelasjon mellom ulike beliggenheter og at det på papiret skal kunne gi en diversifiseringsmulighet. Selskapet har for eksempel plassert sin eiendomsmasse i Oslo og Stavanger, men Sletvold (2014) mener denne diversifiseringsfordelen overvinnes av å ikke være lokal. Fordelen ved å være lokal i Oslo er at NPRO kjenner markedet svært godt. Da de ikke er lokale i Stavanger gir det derfor ingen geografisk/økonomisk diversifiseringseffekt. Å diversifisere porteføljen til Stavanger gir derfor selskapet egentlig ingenting (Sletvold, 2014). I tillegg får man stordriftsfordelen av å være lokal. Denne effekten er også i følge Porter (2008) et strategisk fortrinn. Optimalt sett skulle NPRO gjerne solgt alle eiendommene i Stavanger for så å bruke kapitalen andre steder for å bli mer lokale, men i og med at det tar tid og at det er vanskelig å få solgt blir de værende der (Sletvold, 2014).

NPRO har også vært internasjonalt med eierskapet av et hotell i utlandet. I dette tilfellet ble strategien til selskapet gjort om over natten fordi ledelsen så en god investeringsmulighet. Flere investorer likte dette svært dårlig og sett i ettertid var dette også en dårlig beslutning. Det som ble vurdert var at hotellsegmentet hadde synergier over landegrensene samt innad i landene, som i dette tilfellet var det motsatt som for kontoreiendom. Hoteleiendommen ble senere solgt. Denne episoden har blant annet fått NPRO sine ønsker om mindre diversifisering i eiendomstype til å øke. Det er fordi NPRO er et investorselskap hvor investorene heller ønsker å diversifisere sine egne porteføljer. Det vil si at investorer favoriserer å investere i andre selskaper og på den måten diversifisere sine porteføljer, enn å kun investere i ett selskap med som innehar flere virksomhetsområder. Investorer ønsker derfor rendyrkede selskaper (Sletvold, 2014), og derfor må NPRO møte investorenes ønsker. Selskapet kan potensielt rendyrke enda mer.

Når det gjelder leietakerdiversifisering ønsker NPRO store kjente selskaper. Dette handler ikke kun om risiko, men også av praktiske årsaker. Mange små leietakere er utfordrende å håndtere samtidig som konkursrisikoen i praksis er mye større for mindre ukjente leietakere. Selskaper har heller ingen klare og tydelige ønsker om statlige og offentlige leietakere, noe som ikke er så viktig for NPRO. Fokuset ligger på større leietakere hvor de mest attraktive er kjente og gjerne børsnoterte selskaper. En av grunnene til dette er at statlige og offentlige leietakere ikke er momspliktige når det kommer til kostnader tilknyttet rehabiliteringer og drift.

Forfallstrukturen til NPRO er bevist diversifisert på bakgrunn av to forhold; leietakere og finans. For å skape verdier i eiendom er man avhengig av lange leiekontrakter fordi leienivået går opp og ned. Det er dermed svært vanskelig å "time" disse bevegelsene. Med en bevist diversifisering på lengdene på kontraktene mener Sletvold (2014) at selskapet sikrer seg mot

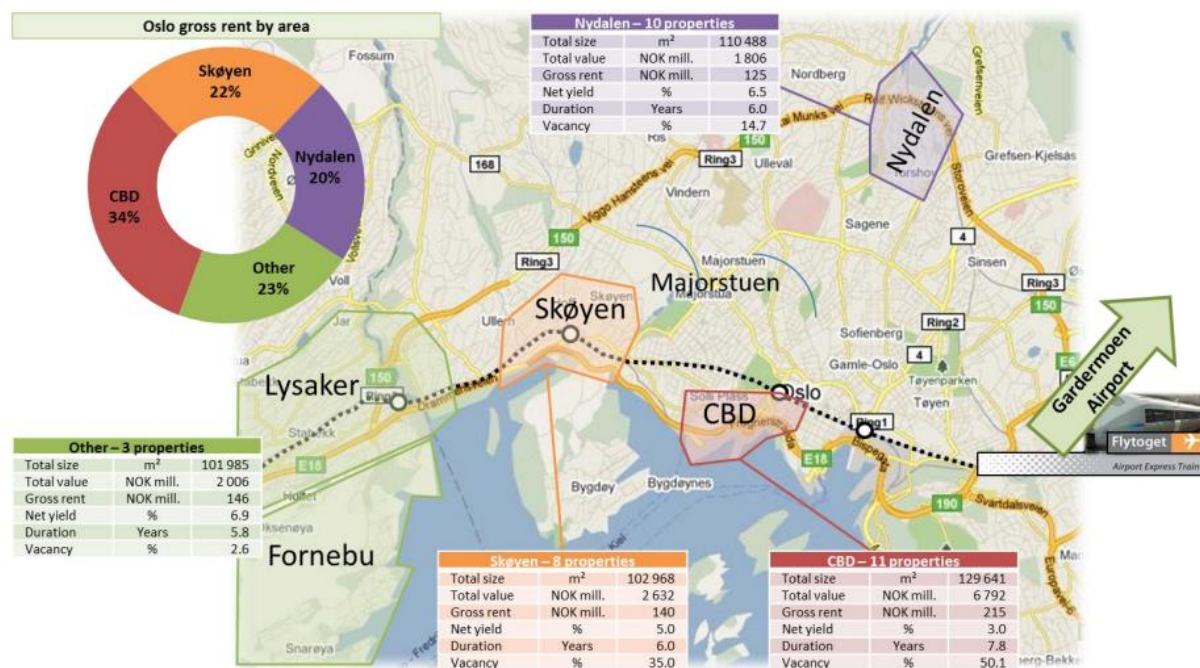
markedsconjunktorene. Skulle alle leiekontraktene blitt avsluttet samtidig vil man ha en stor eksponering mot leiemarkedet. Dette gjelder også for det finansielle ved banklån; å refinansiere 100% av bankgjelden samtidig, med lik forfallstruktur vil det også her påføre selskapet en stor eksponering. I figur 14 kan man se NPRO sin forfallstruktur (NPRO, 2014):



Figur 14: Forfallsstruktur leiekontrakter, NPRO

2.3.3 Cluster

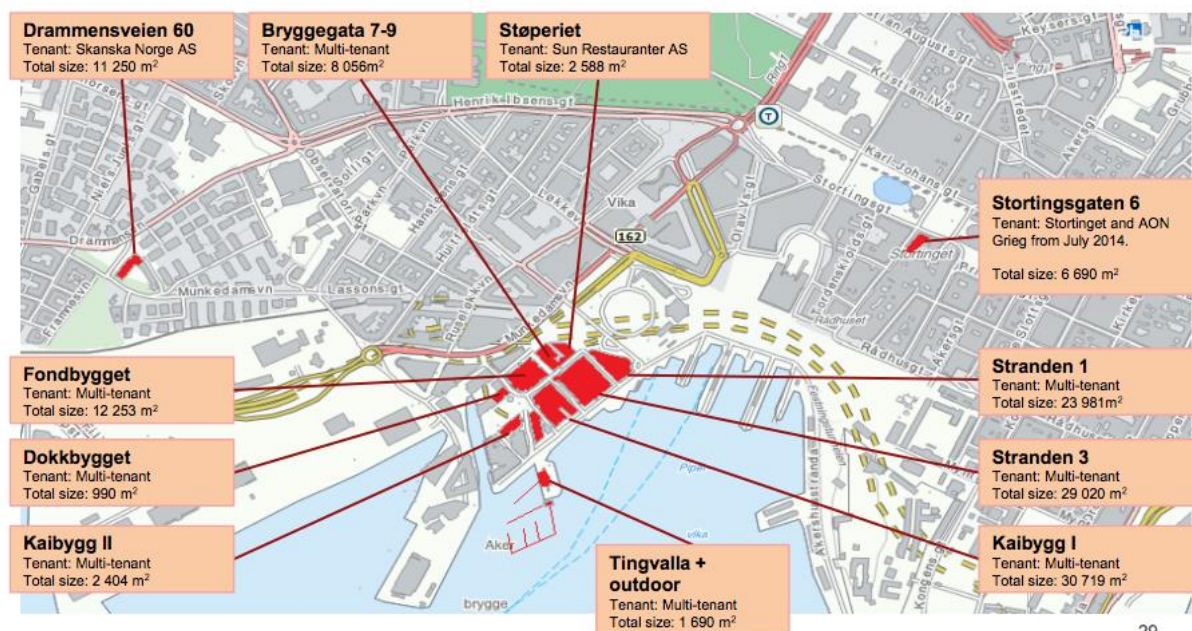
NPRO har en porteføljestrategi som går ut på å rendyrke sine eiendommer innenfor følgende 5 store cluster; 4 i Oslo (Aker Brygge, Skøyen, Lysaker/Fornebu og Nydalen) og 1 i Stavanger. Dette med klar formening om at cluster-tenking gir høye leiepriser og markedsverdier på eiendommene. Fordelingen av eiendomsmassene er i Oslo er illustrert i figur 15 (NPRO, 2014):



Figur 15: Cluster-oversikt i Oslo, NPRO

Av de 4 clusterne i Oslo har Nydalen vært den som ikke har prestert slik som NPRO hadde håpet. Nydalen er preget av en gammel eiendomsmasse som gir totalt sett høyere driftskostnader. Eiendomsutviklingen har heller ikke vært bra nok fordi Nydalen har slitt med å tiltrekke seg de store dragerne og de gode bransjene slik som Aker Brygge har gjort med blant annet advokatselskaper og som Fornebu og Skøyen har gjort med blant annet oljeselskaper (Sletvold, 2014). Disse selskapene betaler mer for lokalene enn det leietakerne i Nydalen gjør, noe som også reflekteres i markedsverdien på bygget. Nydalen har i følge Sletvold (2014) vært et område for teknologi og IT, men har ikke klart å få en helhetlig rød tråd som har trigget cluster-effekten. Nydalen har heller ikke klart å tiltrekke seg andre leietakere fra de andre clusterne. Utviklingen har vist seg å tiltrekke selskaper fra de østlige delene av Oslo, som har vesentlig lavere betalingsvillighet. En av hovedgrunnene til dette er mangelen på tog og flytogtilgang. Nydalen har T-bane tilgang samt at Ring 3 er i nærheten, men mangler det Skøyen, Lysaker og CBD (central business district) har. Markedet er heller ikke stor nok i Nydalen slik at man kan velge og vrake mellom ulike leietakere, noe som fører til at cluster-effekten forsvinner.

Ser man på eiendomsmassene til NPRO på Aker Brygge (CBD) i Oslo, kan man se en svært taktisk samling av eiendommene, se figur 16 (Sletvold, 2014):



Figur 16: Cluster-oversikt Aker Brygge, NPRO

29

NPRO har i dette tilfelle lyktes med å samle eid eiendomsmasse i nærheten av hverandre. Dette kan, som beskrevet i teori- og litteraturkapitlet og illustrert i første case (Søylen Eiendom), gi en cluster-effekt ved at selskapet klarer å få kontroll over leiemarkedet i det bestemte området.

2.4 Hovedcase- Entra Eiendom

2.4.1 Om Entra Eiendom

Entra Eiendom AS er et eiendomsselskap som forvalter, utvikler, leier ut, drifter, kjøper og selger kontoreiendommer i Norge, og eies av den norske stat. Eierskapet forvaltes av Nærings- og fiskeridepartementet. Entra Holdings AS er morselskapet til Entra Eiendom konsernet som eier alle aksjene i Entra Eiendom AS. Entra Eiendom konsernet består også av rundt 25 hel- og deleid datterselskap (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2012). Entrass hovedformål er å tilby lokaler for å dekke statlige behov, og å drive ut fra forretningsmessige prinsipper. Selskapets administrerende direktør er Klaus-Anders Nysteen.

Selskapet opererer i tre virksomhetsområder; marked, drift og vedlikehold, og prosjekt og utvikling. Markedsavdelingen har ansvaret for utleie, kunderelasjon og markedsanalyser. Dette innebærer kontraktsforhandlinger, og samarbeid med driftsavdelingen for å opprettholde kundekontakt. Marked bidrar også i utvikling- og prosjektfasen av ulike prosjekter, samt også med å prege fremtidige investeringer gjennom markedsanalyser. I og med at Entra drifter sine eiendommer med egne medarbeidere har de en egen drifts- og vedlikeholdsavdeling. De har ansvaret for den daglige driften, og at byggene fungerer

optimalt for kunden. God kunderelasjon er et sterkt ønske for Entra, og det er derfor opprettet et eget kundesenter for å håndtere ulike kundebehov. Entra har også et stort miljøfokus og ønsker å være ledende i bransjen innenfor dette segmentet. Prosjekt-og utviklingsavdelingen har som mål å skape verdier i egen eiendomsportefølje. Avdelingen utarbeider mulighetsstudier, utviklinger og gjennomføringer av byggeprosjekter.

I Stortingsmelding Meld. St. 13 (2010-2011) vedtok Stortinget å gi fullmakt til regjeringen å redusere eierskapet i Entra til ned mot 33,4 prosent. Entra Eiendom er kategorisert som et selskap der staten kun har forretningsmessige mål på bakgrunn av at de opererer i en bransje med full konkurranse. 80% av leietakerne er fra offentlig sektor, og i den forstand utgjør dette den viktigste kundegruppen til Entra Eiendom. Offentlig leietakere er helt sentralt i selskapets forretningsmodell, og som fortsatt vil bli betjent selv om selskapet skifter eier. Staten mener derfor at fullt statlig eierskap ikke er nødvendig for å sikre lokaler til statseid virksomhet.

Fra et selskapsperspektiv ser staten et stort utviklingspotensial. Entra skal fortsette å være fullstendig finansiert i det private markedet på bakgrunn av at de driver sin virksomhet i full konkurranse mot andre eiendomsselskaper. Ved å selge hele eller deler av virksomheten sikrer selskapet egenkapital til å utnytte sitt utviklingspotensialet. I tillegg vil private eiere bidra til strategi- og forretningsmessig utvikling i et ellers krevende marked. Privatisering av selskapet som et ledd i en strukturell transaksjon og/eller en børsnotering er derfor, i følge Staten, en god løsning (NHD, 2011). I tilleggspolisjonen til statsbudsjettet for 2014 fikk regjeringen utvidet fullmakt til selge seg helt ut av Entra. Denne prosessen ble startet da Nærings- og Fiskeridepartementet den 14 januar 2014 meldte at privatiseringsprosessen kan gjennomføres uten at eiendommer skal skilles ut (Entra Eiendom, 2014).

2.4.2 Strategi

Strategien til Entra har siden selskapsetableringen i 2000 hatt hovedfokus på lønnsom vekst, fornøye kunder og være ledende innenfor eiendomsmarkedet i Norge. Fra å ha hatt hovedfokus på eier- og forvaltningsrollen fra tidlig på 2000 tallet, har Entra utviklet forretningsmodellen over til hele verdikjeden. Det betyr en balansert eksponering mellom utvikling og drift. Entra skaper verdi ved å utvikle, kjøpe, selge, eie og leie lokaler med et langsiktig perspektiv. Det har også de siste årene vært mer fokus på miljøet, gjennom å tilby kundene sine miljøvennlige lokaler (Entra Eiendom, 2013).

Entra Eiendom har som visjon å bidra til deres kunders effektivitet og omdømme. Forretningsideen er å skape verdier gjennom å utvikle, leie ut og drifte attraktive og miljøledende lokaler, samt utøve aktiv porteføljevaltning med kjøp og salg av eiendommer. Deres verdier er å være fokusert, ærlige, ansvarlige og offensive (Entra Eiendom, 2014). Forretningsstrategien er basert på følgende 3 hovedpilarer (Nysteen , 2014):

- Lønnsom vekst
- Miljøledende
- Kundeopplevd kvalitet

I tillegg så har de strategier for ulike stabsområder slik som blant annet HR-strategi, markedsstrategi, kjøp og salg som fungerer som støttestrategi til de tre hovedpilarene. For porteføljene og enkelt-eiendommene følges lønnsom vekstpilaren spesielt nøye (Nysteen , 2014).

På spørsmålet om Entra har brukt en modell for å forme sin strategi er svaret nei. Entra har ikke brukt en modell som Porters "five forces" (2008) som er beskrevet om teori- og litteraturkapitlet. Hva som er bakgrunnen for at strategien er formet slik den er har flere årsaker. Alle startegier må i følge Nysteen (2014) ha et lønnsomhets- og vekstperspektiv. Det er også viktig å finne hvilke andre faktorer hvor man kan gjøre en forskjell. Det er derfor viktig å stille seg spørsmålet: "hva er våre sterke sider, våre fortrinn?". For Entra er det å være miljøledende i bransjen og best på kundeopplevd kvalitet slike fortrinn, og noe som Nysteen ønsker å satse på. Nysteen (2014) drar paralleller med Pecunia Eiendom som ble sett på i case 2. Pecunia er i følge Nysteen (2014) et svært godt selskap og de beste på kundeopplevd kvalitet fordi de er så tett på sine leietakere. Det vil dog være vanskelig å gjennomføre dette like bra for Entra da selskapet er vesentlig større med mange flere ledd i organisasjonen. Tiltak som er gjennomført er å ha egen driftsansvarlig på hver enkelt eiendom.

Lønnsom vekst

For å forstå Entra sin strategi er det viktig å forstå de 3 hovedpilarene. Hva som ligger i begrepet lønnsom vekst er dog noe uklart. For et selskap som Entra så burde det vært helt definerte kriterier for lønnsom vekst, noe det per dag dato ikke er (Nysteen , 2014). Entra har aldri hatt klare og definerte strategier under denne pilaren, men Nysteen (2014) mener at dette kommer til å bli tydeliggjort nå som selskapet skal privatiseres og forhåpentligvis noteres på Oslo Børs. En slik privatisering kan føre til at selskapet får mange nye investorer, og ingen ønsker å investere i et selskap uten klare og definerte strategier som gjerne må være tallfestet. Lønnsom vekst er sterkt tilknyttet avkastning, altså en bytteverdi, som per dags dato er et krav basert på hva de mener burde være minimum lønnsomhet. Dette kravet er utviklet internt som blir beregnet metodisk og som er dokumentert. Dagens eier krever 11% totalavkastning, og det kravet brukes i alle businesscase som Entra gjennomfører. Alle enkeltkjøp må tilfredsstille denne egenkapitalavkastningen (Nysteen , 2014).

For å sikre lønnsom vekst eller vekst i bytteverdien i en kjøp- eller salgsprosess av enkelt-eiendom, går Entra ut ifra en scoringsmodell (Nysteen , 2014). Denne gjennomføres ved at alle eiendommer får en score ut ifra et sett av parametere slik som beliggenhet, leiekontrakter og leietakernes kvalitet og soliditet. Basert på disse faktorene skal selskapet vurdere om de skal heve eller senke avkastningskravet. Denne metoden er veldig metodisk og faktabasert, hvor hvert enkelt eiendom blir vurdert i sin helhet. Man starter da med et totalt avkastningskrav for Entra, til et spesifikt avkastningskrav på enkelt-eiendommene. Dette er en form for strategi på pilaren lønnsom vekst (Nysteen , 2014). Nysteen (2014) mener at selskapet har litt igjen når det kommer til å implementere denne strategien nedover i systemet. Om dette er en "top-down" eller "bottom-up" tilnærming i henhold til Souza (2014) er usikkert. For å sitere teorikapitlet så er det anbefalt en "bottom-up" tilnærminger for eksisterende porteføljer (Souza, 2014).

Før Nysteen tok over som administrerende direktør hadde Entra-systemet en funksjonsorganisering hvor man delte selskapet opp i 3 deler; salgsmarked, drift og vedlikehold og prosjekt. Hver del hadde ansvaret for enten kostnads- eller inntektssiden, noe som førte til at det kun var en person som hadde det totale resultatansvaret (bunnlinjen), nemlig administrerende direktør. De ulike delene av selskapet så ikke helheten, men kun kostnadene eller inntektene. Da Nysteen tok over omorganiserte han selskapsstrukturen betraktelig. Nå deles organisasjonen heller opp i regioner; Oslo sentrum, stor-Oslo, sør-vest og midt-nord. Hver region deles igjen opp i mindre områder som alle har ansvaret for både

kostnadssiden og inntektssiden. Dette førte ifølge Nysteen (2014) til at alle de ansvarlige uavhengig av hvor i organisasjonen du jobber, så jobbes det mot det samme målet om lønnsom vekst. Denne omorganiseringen har ført til at ansvaret for resultatskaping har blitt spredt utover. Lønnsomhetsfokuset går ut i hele organisasjonen slik at man kan ta større eierskap i lønnsomhet og vekst og dermed oppnå større bytteverdi for selskapet.

Kundeopplevd kvalitet

Kundeopplevd kvalitet er svært viktig for Entra. Selskapet ønsker å gi kundene et konkurransefortrinn og muligheten til å bygge sitt omdømme når de leier lokaler.

Selskapet ønsker å inkludere leietakerne, og at de skal se Entra som en del av deres verdikjede. Dette blir blant annet gjort ved å samarbeide tett med kunden i hverdagen. Det ble i 2012 opprettet et kundesenter, slik at leietakere har et samlet kontaktpunkt, som kan bidra til kundens effektivitet. Samtidig er det viktig for selskapet at kunden blir fornøyd ved at Entra drifter sine eiendommer effektivt og miljøriktig, samt at kundene opplever forutsigbarhet (Entra Eiendom, 2013). Kundetilfredsheten måles gjennom Norsk Leietakerindeks, hvor selskapet oppnådde en score på 72 poeng i 2013, sammenlignet med bransjesnitt på 69 poeng. Det viste seg at kundene var enda mer fornøyde med selskapets miljøløsninger sammenlignet med resten av bransjen. Kundene rangerte også Entra som det selskapet som tilbyr eiendommer med best beliggenhet. Nysteen (2014) er per dags dato ikke helt fornøyd og mener Entra fortsatt har litt å gå på. En måte å bli bedre på er at tilbakemeldinger fra kundene og scoren skal oversettes til handlinger ned på driftsansvarlig nivå. Nysteen ønsker at de driftsansvarlige skal ha delansvar for å levere i henhold til strategien.

Miljø

Miljøsatsingen har de siste årene blitt vesentlig større. Entras miljøstrategi bidrar til økt lønnsomhet og sikrer selskapets ambisjoner om å være miljøledende i bransjen. Strategien går ut på å redusere energiforbruket, hvor konkrete mål blir satt årlig. Reduksjon av karbonutslipp, samt økt sorteringsgrad på prosjekteiendom får også stor oppmerksomhet. Entra sine nybygg skal i dag ha passivhusstandard, BREEAM-klassifisering "excellent" og benytte klimaeffektive byggematerialer. Hvorfor dette er en av hovedpilarene til Entra Eiendom er ifølge Nysteen (2014) fordi det åpner større muligheter enn problemer. Gjennom de 4 siste prosjektene til Entra, beviser de at det ikke lenger er en motsetning mellom miljø og lønnsomhet. Nysteen mener at det er de miljøvennlige prosjektene som er mest lønnsomme prosjektene på lang sikt og det er dermed de miljøriktige prosjektene som skaper størst bytteverdier over tid. Bytteverdi i denne sammenheng refereres til som markedsverdier, høyere leieinntekter og høyere kontantstrømmer på eiendommene. Dette jobbes også med på porteføljenivå, da miljøbudskaper blir oversatt til noe konkrete mål som porteføljeavdelingen kan forholde seg til. Det viktigste enkeltmålet i den forstand er graddagskorrigert energiforbruk som måler energiforbruket i ett bygg per kvadratmeter.

Beslutninger

Beslutningsprosessen i Entra er i følge Nysteen (2014) tatt i henhold til de 3 hovedpilarene. Kjøps- og salgsbeslutningene blir alltid løftet opp til konsernledelsen. Ansvaret for vekst- og utviklingsmål ligger hos regionssjefene som fremmer aktuelle alternativer for konsernledelsen som står for den endelige avgjørelsen. For drift- og vedlikeholdsbeslutninger prøver Entra å få

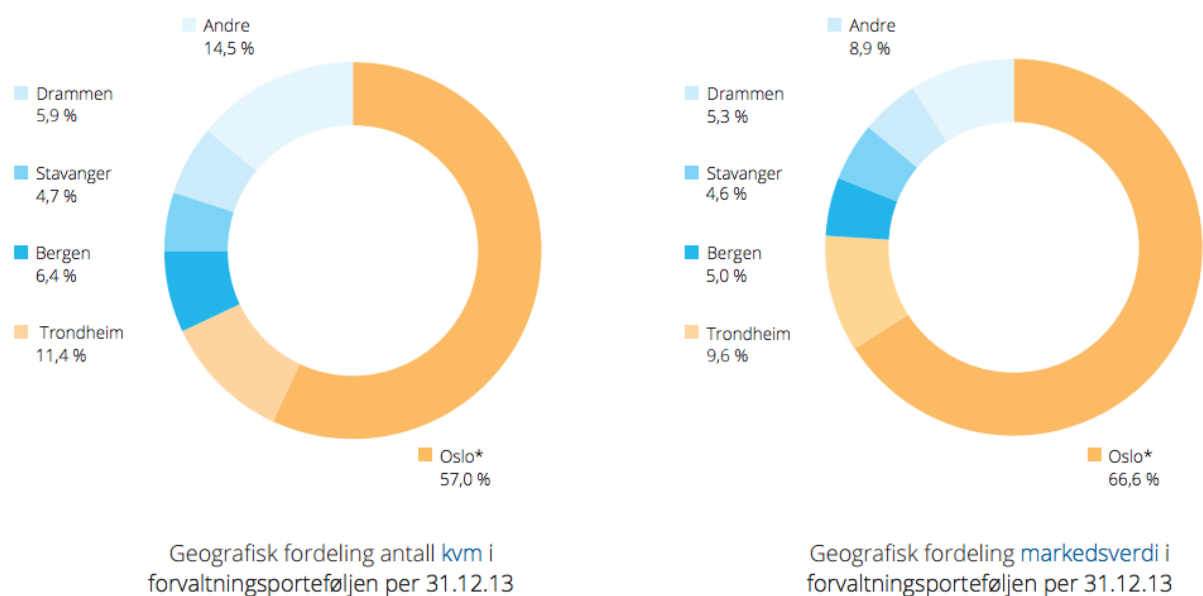
dette til ved at hver eiendom har en eiendomssjef og en teknisk sjef, i tillegg til en som jobber på drift. Teknisk sjef har ansvaret for å planlegge vedlikehold langtidsperspektiv som blir diskutert hvert år på budsjettmøtene (Horn, 2014). Disse beslutningene blir tatt av regionsansvarlig med tett kommunikasjon med driftsavdelingen, og på den måten er Nysteen (2014) trygg på at dette blir håndtert i henhold til strategien.

Risikoprofil

Entra har i følge Nysteen (2014) en lav risikoprofil hovedsakelig på grunn av andelen statlige og offentlig leietakere (80 %). Denne typen leietaker har ingen motpartrisiko og ønsker gjerne lange leiekontrakter. I tillegg pleier de å ha et behov for mange kvadratmeter og at de er svært enkle å forholde seg til med enkle standardkrav. Ulempen er at de ofte ikke har råd til å betale for lokaler i CBD. Nysteen tror andelen private leietakere kommer til å øke fordi Entra ønsker å vokse mer, og er i den forstand villig til å øke den totale risikoen til selskapet.

2.4.3 Portefølje

90 % av eiendomsporteføljen til Entra Eiendom består hovedsakelig av kontoreiendom. I tillegg eier Entra større utdannings- og kulturbygg. Selskapet styrer en eiendomsmasse på over 1,2 millioner kvadratmeter til en markedsverdi på 24,9 milliarder kroner, fordelt på over 109 bygg. Eiendommene har hovedsakelig sin geografiske fordeling i de største byene i Norge; Oslo, Sandvika, Drammen, Trondheim, Bergen, Stavanger, Kristiansand, Tromsø og Bodø. 80% av dagens leietakere representerer statlig og offentlig sektor. Den geografiske fordelingen av eiendomsmassen per slutten av 2013 er vist i figur 17 (Entra Eiendom, Årsrapport for 2013, 2014):



Figur 17: Porteføljeoversikt, Entra Eiendom

* Oslo, inkl. Sandvika (7,3 % av kvm, 5,7 % av verdi)

Figuren viser at hele 67 % av eid kvadratmeter befinner seg i Oslo-området. Fordelingen basert på antall eiendommer, areal, kontraktlengde utleiegrad og markedsverdi er følgende, se tabell 2 (Entra Eiendom, 2014):

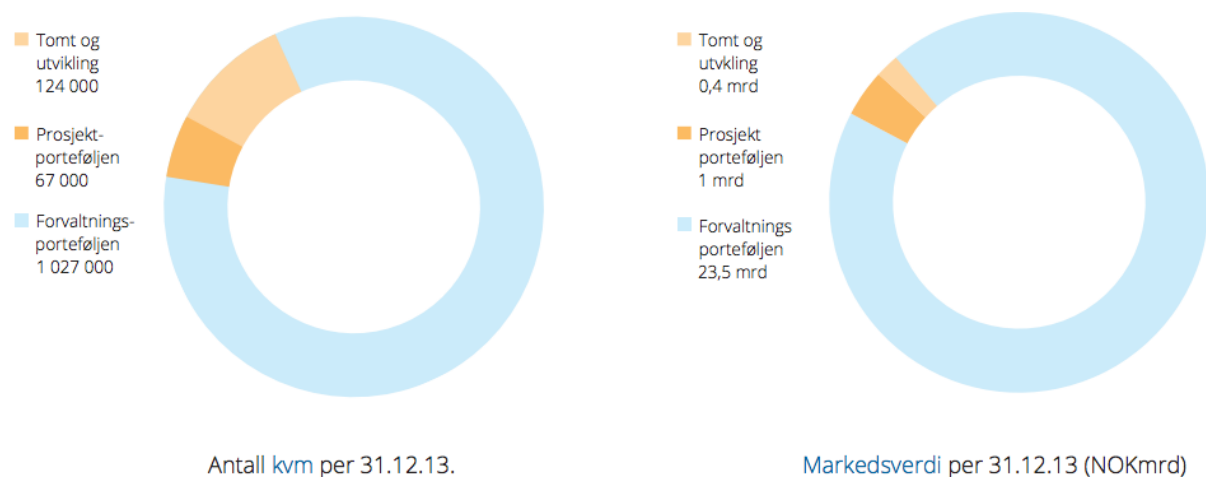
	Antall eiendommer	Areal (tusen kvm)	Kontraktsleie (NOKm)	Utleiegrad (%)	Markedsverdi (NOKm)
Region Oslo Sentrum	34	435	893	95,5	12 341
Stor-Oslo	36	389	413	96,7	6 933
Region Sør- og Vest	23	190	230	93,8	2 989
Region Midt- og Nord	16	203	201	97,8	2 700
Totalt	109	1 218	1 684	95,8	24 963

Entras eiendomsportefølje per 31.12.13 inkludert IFRIC 12 eiendommer og eierbenyttet eiendom.

Tabell 2: Porteføljeoversikt, Entra Eiendom

Tabell 2 viser at 77% av total markedsverdi av eiendommene befinner seg i Oslo-området, noe som utgjør 68% av totalt areal. Eiendomsporteføljen består først og fremst av forvaltningseiendom, da 95 av 111 bygg i 2013 var nettopp dette. Med forvaltningseiendom menes eiendom som aktivt forvaltes av selskapet. 6 eiendommer var såkalte prosjekteiendommer som vil si eiendommer hvor det er besluttet igangsettelse av nybygging og /eller rehabilitering. 10 eiendommer var såkalte tomt og utviklingseiendom som menes med eiendommer/tomter med et regulert utviklingsareal (Entra Eiendom, 2013).

Under er en oversikt over virksomhetsfordelingene av eiendommene, se figur 18 (Entra Eiendom, 2014):



Figur 18: Virksomhetsfordeling, Entra Eiendom

Diversifisering

Entra har geografisk spredning av eiendommene sine fordi selskapet ser på det som attraktive markeder. Tuntland (2014) mener potensialet for diversifisering med hensyn til risiko er noe begrenset i Norge fordi hele landet er så eksponert mot olje. Å få stor effekt av økonomiske og geografisk diversifisering er derfor svært vanskelig. Effekten av å kjenne markedene vil overvinne diversifiseringseffekten i følge Tuntland (2014). Å være lokal i det største markedet i Norge, altså Oslo, vil absolutt ikke vært noen ulempe, heller en fordel. Oslo vil alltid være det tryggeste markedet i Norge blant annet på fordi det er størst utvikling der og mer tilgjengelighet i form av muligheter. Det er også mange muligheter i andre byene i Norge, og på grunn av størrelsen på selskapet kan Entra operere i forskjellige byer fordi de har muligheten til å være lokale.

Porteføljestrategien per dags dato går ut på å vokse i de 4 store byene i Norge, men dette blir hele tiden vurdert opp mot hvor mye eiendom de allerede har i området. Utviklingen går derfor i trappetrinn. Tar man Trondheim som eksempel ønsker ikke Entra per dags dato å vokse så mye fordi de allerede har mye eiendom og utviklingsprosjekter der. Ønsker man derfor å diversifisering på bakgrunn på geografisk og økonomisk beliggenhet handler det om å være lokal og kjenne markedene (Tuntland, 2014). Nå som privatiseringsprosessen er i gang blir eiendommer som ikke er tilknyttet de fire store byene solgt. Selskapet er nå i en prosess hvor de "rydder opp" og selge flere eiendommer i porteføljen for å rendyrke selskapet og definere de geografiske område de ønsker å satse på med hensyn til nye investorer. Bare i 2013 solgte Entra 8 eiendommer (Entra Eiendom, 2014). Dette gjelder hovedsakelig eiendommer i Bodø, Tromsø, Fredrikstad, Moss og Lillestrøm, som ikke er tilknyttet de 4 største norske byene. Når det gjelder eiendommene i Drammen, Sandvika og Kristiansand vil disse ikke bli solgt med det først men de har heller ikke et ønske om å vokse i disse områdene. Dette medfører også at Entra må selge unna noen av de gode eiendommene som ikke passer inn i den geografiske strategien for å vise investorene en klarere og tydeligere strategi. Å selge en god eiendom frigjør mye kapital som kan reinvesteres i prosjekter med enda større utviklingspotensial. En slik aktiv porteføljetilnærming kan også være positivt i den forstand at det viser investorene at eiendommene faktisk har en verdi, og at selskapet ønsker å utvikle seg (Tuntland, 2014).

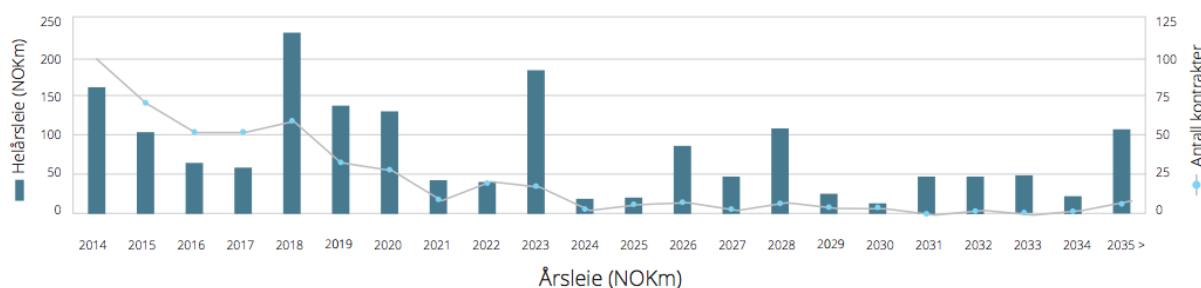
Internasjonal Diversifisering er i følge Tuntland (2014) ikke aktuelt. Han sammenligner det med at Entra skulle startet med handelseiendom, et segment selskapet ikke kan noe om. Det er som nevnt over et ønsker å rendyrke og blir eksperter på ett området. Utlandet er en enda større utfordring en nasjonal spredning på eiendomsmassene på bakgrunn av blant annet avstand, kultur og økonomisk utvikling. Entra ønsker heller å være i Norge og konsentrere seg mot de 4 regionene samt mikrobeliggenhet i dem.

Når det gjelder Entrass ønske om å kun eksponere seg mot kontoreiendom er historisk betinget (Tuntland, 2014). Grunnen til at 10 % av eiendomsmassen er undervisnings- og kultureiendommer er fordi det alltid har vært en del av eiendomsmassen. Hadde man kunnet starte fra starten av så hadde ikke Entra hatt denne type eiendom. All utvikling går derfor dog kun mot kontorsegmentet. Grunnen til at Entra ikke vil entre andre eiendomstyper er fordi de ønsker å rendyrke og blir veldig god på et området av samme grunner som for geografiske og økonomisk beliggenhet. Investorene ønsker å vite hva han/henne investerer i på en enkel måte. Tuntland (2014) referer til NPRO som endret strategi over natten da de kjøpte et hotell i utlandet. Dette gjorde som nevnt i case 3 investorene usikre. Skulle investorer i dette tilfelle

ønske å eksponere seg mot hotellbransjen kunne de heller kjøpt aksjer i selskaper som driver innenfor dette markedet.

Som nevnt over består leietakerporteføljen av 80 % statlige eller offentlige leietakere. De ti største offentlige leietakerne, som representerer departementer utgjør den største delen av hele leietakerporteføljen. Av disse er Justis- og Beredskapsdepartementet den største leietakeren med nesten 120.000 leide kvadratmeter, etterfulgt av Finansdepartementet og Kunnskapsdepartementet med henholdsvis rundt 105.000 og 75.000 kvadratmeter (Entra Eiendom, 2012). Det er fremover et stort ønske i Entra å holde denne vektingen av leietakerporteføljen. Entra ønsker en lav risikoprofil og dermed er denne typen leietakere svært ettertraktet. I tillegg satser Entra mye på miljø noe som passer svært godt inn i statlige og offentlige selskapers retningslinjer og hva de ønsker å forenliggjøre seg med. Denne typen leietakere har som oftest lange leiekontrakter og derfor prises best i det lange løp (Tuntland, 2014). Porteføljestrategien former seg etter dette målet ved at Entra ønsker å være i de områdene hvor offentlige leietakere har råd til å leie. Dette er en av grunnene til at selskapet ikke har så mye eiendom i CBD som for eksempel Aker Brygge og Vika i Oslo (Tuntland, 2014). Det blir dog utfordrende fremover nå som selskapet skal privatiseres.

Gjennomsnittlig gjenværende leieperiode på eiendomsporteføljen er 9,5 år, hvor ledigheten har ligget stabilt lavt på rundt 4%. Forfallsstrukturen på leiekontraktene er jevnt fordelt over flere år, se figur 19 (Entra Eiendom, 2014):



Figur 19: Forfallsstruktur, Entra Eiendom

Det er også verdt å merke seg at Entra Eiendom har en helt unik eiendomsportefølje i det norske sammenheng. Porteføljen består av flere såkalte signal- og kulturbygg som Nasjonalbiblioteket i Oslo, museet Rockheim i Trondheim og Kunst- og Designershøyskolen i Bergen. Andre eiendommer som er av kulturell verdi er Havnelageret, Posthuset og MediaCity i Bergen (Entra Eiendom, 2014). Prosjektet Media City skal bli diskutert nærmere i cluster-diskusjonen under.

Cluster

Cluster-tankegang er godt utbredt i Entra. Et nylig eksempel på dette er oppkjøpet av 50 % av Hinna Park i Stavanger (Tuntland, 2014). Området består av tre fullt utleide kontorbygg på totalt 28.000 kvadratmeter, samt et utviklingspotensial på ytterligere 46.000 kvadratmeter (Entra Eiendom, 2014). Dette prosjekter ble valg fordi det er et ganske begrenset område geografisk sett. Her har ikke fokuset vært på å eie hele området, men eie nok slik at man får kontroll på leietakerne. Entra ønsker å være stor i området, slik at man kan bli kjent og kan

forme markedet, med leietakere som er relatert i den forstand at de har en nogen lunde lik kjernevirksomhet (Tuntland, 2014).

Et annet og enda tydeligere eksempel er Media City i Bergen. Media City er et konsept om å samle mediebedrifter under samme tak. Eiendommen som skal utvikles er på 45.000 kvadratmeter og har til hensikt å lage en felles storstue for medierelaterte virksomheter.

Leietakere som TV2, NRK, Bergens Tidende, Bergenavisen, Vizrt og Universitetet i Bergen har allerede kontraktfestet innflytting som er planlagt til å være i 2018.

Visjonen til Entra er som nevnt å bidra til kundenes effektivitet og omdømme. Denne tankegangen er interessant i denne sammenheng fordi det er nettopp er dette Entra gjør ved å realisere Media City. I den forbindelse deltok de seks leietakerne over i en pressekonferanse med følgende deltagere (NRK, 2014):

- Adm. dir. Klaus-Anders Nysteen i Entra Eiendom
- Adm. Dir. og sjefredaktør Alf Hildum i TV2
- Kringkastingssjef Thor Gjermund Eriksen i NRK
- Sjefredaktør Gard Steiro i Bergens Tidende
- Sjefredaktør Anders Nyland i Bergenavisen
- Visepresident Fredrik Gunnestad i Vizrt
- Rektor Dag Rune Olsen i Universitetet i Bergen

Det ble i denne tv-sendte pressekonferansen stilt spørsmål til de respektive personen om grunnen til at de ønsker å flytte inn i et slikt cluster (NRK, 2014). Grunnen til at NRK kommer til å flytte er fordi de mener det er viktig å delta i et slikt samarbeid. Eriksen forteller:

”NRK kommer til å bli bedre, forhåpentligvis gjøre andre bedre, og realisere et samarbeid mellom viktige medieaktører. Dette vil føre til at NRK blir sterkere, innovative og mer fremtidsrettet i konkurranse med globaliserte aktører”

Bergens Tidende sin sjefredaktør Gard Steiro mener:

”det er en mulighet som kan utvikle fremtidens bete. Det vil gi et lite løft for bete, men et gigantisk løft for mediebyen Bergen”

Anders Nyland, sjefredaktør i Bergenavisen blir med fordi det vil bidra til:

”utvikling av journalistikken og utvikling av innholdet av det vi skriver”

Dette er også interessant for et universitet som Universitetet i Bergen, da rektor Dag Rune Olsen mener at dette clustere vil føre til en:

”fremtidsrettet media- og journalistutdanning hvor innholdsproduksjon og den digitale utfordringen møtes. Vi kan få til en forskningsinfrastruktur med mange sidestykker, samtidig som det plasseres oss solid internasjonalt.”

For andre type selskaper som Vizrt som er verdensledende innenfor tv-grafikk, vil denne cluster-effekten i følge visepresident Fredrik Gunnestad føre til at selskapet kan:

”jobbe tett med kunden. Fører også til uformelle lunsjer, tette diskusjoner som kan bidra med å lage nye produkter og kanskje nye selskaper”

Administrerende Direktør i TV2 Alf Hildum forteller:

”Avgjørende for TV2 sin utvikling som trenger et nytt miljø for å utvikle oss videre. Spesielt når vi til og med kan være med på å realisere denne visjonen ved å sitte i Bergen”

Hildum (NRK, 2014) forteller videre at medieselskaper skal konkurrere for å skape godt innhold, men at de også må samarbeide for å ta ut potensiale til bransjen. Dette bidrar også til et sterkt forskning- og utviklingsmiljø, samt til teknologibedrifter som Vizrt. Det vil også i følge Hildum være flere som ønsker å være i nærheten av Media City. Eriksen (NRK, 2014) synes det er spesielt interessant at både teknologibedrifter og akademia/utdanningsinstitusjoner blir med på et slikt samarbeid. Et selskap som NRK opplever at de blir litt frustrerte når det utdannes folk som ikke kan markedet, virkeligheten og de kompetansekravene som stilles. Dette er en utfordring som må samarbeides om. Media City kan bidra på dette punktet.

For administrerende direktør i Entra Klaus-Anders Nysteen er det mest spesielle med dette prosjektet at

” disse 6 aktørene kommer inn i bygget og den innovasjonen som skapes ved at man møtes hver dag”

Nysteen forteller videre at bygget også har unike kvaliteter i seg selv ved at det vil transformere og føre til en total fornying av et helt område. Bygget vil fremstå som helt nytt med blant annet den moderne media fasaden som vil få det til å fremstå som Norges svar på ”Time Square”. Entra sitt ønske er å få til innovasjon og dynamikk i bygget. Dette vil skape en atmosfære slik som Søylene Eiendom i case 1 er så opptatt av.

Gjennom disse uttalelsene ser man en tydelig sammenheng mellom Andersson & et al (2004) og Porter (1998) sin tanker om cluster-dannelser. Entra ønsker tydelig å være med på å danne clustere slik at brukerne får størst mulig verdi, som igjen er gjenspeilt i bruker- og bytteverdien til eieren av et eiendomsselskap.

2.5 Enkelteiendom

Temaene strategi og portefølje er nå ferdigdiskutert i del 2 av denne oppgaven. Nå skal siste tema, enkelt-eiendom diskuteres. Da porteføljene til et eiendomsselskap består av eiendommer er det disse som i bunn og grunn skaper verdi. For at en eier av en eiendom skal optimalisere verdiutnyttelsen må det tas hensyn til mange faktorer. Disse faktorene skal nå kartlegges for eier og bruker gjennom driftsfasen av kontoreiendom. Eiers interesser vil først bli diskutert, etterfulgt av brukers interesser.

2.5.1 Spørreundersøkelse Eier

Spørsmål som er stilt i denne delen omhandler forhold rundt leieavtalen, vedlikehold, tilpasningsdyktighet, miljø, teknisk og kunderelasjon fra en eiers perspektiv. 13 personer har

svart på undersøkelsene. Intervjuobjektene som representerer eiersiden er som nevnt Hans Thomas Knudtzon i Pecunia Eiendom, Carl Erik Krefting i Søylen Eiendom, Peter Groth i Aspelin Ramm Eiendom og Sonja Horn i Entra Eiendom. Det er også her noen spørsmål som er blitt utelatt og/eller misforstått.

Leieavtalen

Det er under denne posten blitt stilt generelle spørsmål tilknyttet til leieavtaler mellom eier og bruker, se tabell 3:

LEIEAVTALE		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
1	I hvilken grad er langsiktige leieavtaler viktig for dere uavhengig av markedsutsiktene?	11	2		
2	Hvorfor?	Koster mye å bytte leietaker pga ombygging og ledighet: 6 svar, sikker økonomi: 4 svar, Øke Verdien: 3 svar, Høy belåning: 1 svar			
3	I hvilken grad er forlengelsesopsjoner av leieavtale brukt?	Veldig vanlig: 9, Noe brukt: 2, Brukes ikke så mye: 1			

Tabell 3: leieavtaler, Eier

Som vi ser i tabellen over er langsiktige leieavtaler veldig viktig for eier. Hovedgrunnen til dette er at det er tilknyttet store kostnader ved utskiftninger av leietakere. Disse kostnadene er i tillegg sterkt økende ifølge Krefting (2013), da materialkostnadene stiger, samtidig som at leietakere forventer mer av sine lokaler enn før. Utskiftninger er dermed en prosessen som er svært økonomisk krevende. Dette er hovedgrunnen til at Pecunia Eiendom ikke skriver leiekontrakter på under 10 år med mulighet for å kjøpe seg ut etter ”x” antall år. Ved leietakerutskiftninger må man også regne med ledighet på opp mot 6 måneder, da lokalene må tilrettelegges ny leietaker. Dette er tapte leieinntekter og derfor av stor betydning.

I intervjuene ble det diskutert hvorfor lengden på leiekontraktene er blitt kortere og kortere med tiden. Gjennomsnittlig leieperiode ligger i dag på mellom 7 til 9 år, i motsetning til før da denne perioden var vesentlig lenger. Dette handler først og fremst om ønskene til brukeren (markedsstyrt) da eiers ønske er lange kontrakter. Hovedårsaken er usikkerheten rundt hvordan en bedrift vil utvikle seg, noe som fører til et ønske om kortere bindingstid. Dette er altså en utfordring for eieren, og Groth (2013) mener den beste måten å takle dette på er å lage så robuste lokaler som mulig, slik at de kan brukes i flere leieperioder uten å måtte gjennomføre omfattende endringer. Lange leiekontrakter er også svært positivt med hensyn til risikoperspektiv ved at investorer og banker liker durasjon på kontraktene (Horn, 2014).

Lange kontrakter viser seg også å gi sikker økonomi gjennom forutsigbare inntekter, mindre sårbarhet for markedsconjunkturer og stabil markedsverdi på bygget da denne parameteren er basert på leieinntektene (referer til multiplikatormodellen).

Det er dog viktig å bemerke seg at bevegelser i markedet også kan gi en grunn til å ønske kortere leietakere (Horn, 2014). Grunnen til det er at man kan spille på positive trender. Denne fremgangsmåten øker risikoen og sjansen for ledighet, noe som kan føre til tapt inntekt i tillegg til at man må bære kostnadene som ikke blir dekket.

Forlengelsesopsjoner på leieavtalen er i stor grad brukt for kontorbygg, hvor leieprisen blir reforhandlet etter at den ordinære leieperioden er utgått. Opsjonene blir hos Pecunia Eiendom alltid gjeldene til markedsregulering.

Vedlikehold

Vedlikehold er som beskrevet i ”Undersøkelse Bruker” tiltak som er nødvendig for å opprettholde en bygning eller et anlegg på et fastsatt kvalitetsnivå (NS3422, 1994). Her har det oppstått begrepsmisforståelser som vil bli diskutert. Se tabell 4:

VEDLIKEHOLD		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
5	Har leietaker ansvaret for vedlikehold av arealene sine i leieperioden? Ja eller nei	JA inne: 13			
6	Gjelder dette både inne- og utevedlikehold? Ja eller nei	Nei: 13			
7	Hvor viktig er det at leietaker gjør et godt vedlikeholdsarbeid?	5	6	2	
8	Er dette en viktig påvirkningsfaktor for at dere er interessert i å fornyer leieavtalen?	3	3	3	4
9	Hvor essensielt er lave vedlikeholdskostnader for eier, for at prosjektet skal gi profit i det lange løp? (dvs få leietakerutskiftninger)	3	8	2	
10	Hvor stor del av de totale kostnadene har tilknytning til vedlikehold? (ca)				
11	I hvilken grad ser du på vedlikeholdskostnader som en investering? Enig=viktig	5	6		2
12	Hvilke andre betydelige kostnadsposter har en eier i bruksfasen av et bygg? (eks dødtid mellom to leiekontrakter)				

Tabell 4: Vedlikehold, Eier

Leietakeren har, i samsvar med undersøkelsen for bruker, ansvaret for vedlikehold på inne-arealene. Fellesarealer, utearealer og fasader er underrettet eiers ansvar. Et utdrag fra en standard leiekontrakt, brukt av Furuholmen Eiendom AS og i bransjen generelt (Fjellestad, 2013), beskriver utleiers ansvar med hensyn til vedlikehold og utskiftninger:

”Det påhviler utleier å besørge og bekoste alt utvendig bygningsmessig vedlikehold og utskifting av tekniske innretninger, slik som heiser, ventilasjonsanlegg, branntekniske anlegg, fyringsanlegg etc., når disse ikke lenger lar seg vedlikeholde på regningssvarende måte. ”

og,

”Det påhviler utleier å besørge at eiendommens innvendige fellesarealer og eiendommens tekniske innretninger holdes i tilsvarende stand som ved overtakelse, men slik at alminnelig slitasje må aksepteres av leietaker. Utleier plikter å sørge for alminnelig godt vedlikehold, drift og renhold av inn- og utvendige fellesarealer. Utgifter etter dette avsnitt skal dekkes som felleskostnader i henhold til punkt 8 femte avsnitt, se også bilag [...].”

Utleier har derimot ikke ansvar for

”vedlikehold eller utskifting av innretninger anbrakt i leieobjektet av leietaker”

Flertallet av de avgitte svarene viser at det er av stor betydning at leietaker gjør et godt vedlikeholdsarbeid da 11 av 13 har svar veldig viktig eller viktig på spørsmål 7. Knudtzon og Pecunia Eiendom er så opptatt av at lokalene blir tatt godt vare på at de ønsker å overta ansvaret. Ved inngåelse av nye leieavtaler blir det opprettet et "vedlikeholdsfond" hvor leietaker betaler inn faste jevnlige beløp gjennom hele leieperioden. Disse ressursene er det Pecunia i samsvar med brukeren som styrer, kun til vedlikehold. På denne måten kan de være sikre på at det nødvendige vedlikeholdet blir gjennomført.

På den andre siden mener Groth og Krefting at vedlikeholdsarbeid utført av leietaker underveis i leieperioden ikke er så viktig, fordi det uansett må gjøres store endringer ved leieutskiftninger. Leietaker er forpliktet til å levere tilbake lokalene i samme stand som ved overtagelse, og Krefting foretrekker kontantkompensasjon fremfor at leietaker pusser opp ved utflytning. Dette gjør at eiendomsselskap selv kan disponere midlene og bringe lokalene til det kvalitetsnivået de selv ønsker med hensyn til neste leietaker. I gjennomgangen av undersøkelsene for bruker kom det frem at leietaker bruker lite penger på vedlikehold. Diskusjonen over kan være en forklaring på hvorfor dette er tilfellet. Det er også verdt å nevne Groth (2013) sin påstand om at det er viktig at lokalene ser representative ut ved eventuelle visninger for nye leietakere. Tar man hensyn til intervjuene vil det derfor være delte meninger om dette tema.

I hvilken grad dette påvirker eiers ønske om å fornye leiekontrakten er svært varierende, da svarene er jevnt fordelt på alle alternativene. Alle intervjuobjektene svarte at dette ikke er viktig fordi leietaker uansett må ta vedlikeholds regningen ved avtaleslutt.

Spørsmål 9 og 10 som omhandler vedlikeholdskostnader for eier har i ettertid vist seg å være misforstått på grunn av utydelig formulering. Spørsmål 9 er formulert feil, da det ikke er blitt skilt mellom vedlikehold og oppgraderinger, utskiftninger og fornyelser. Kostnader tilknyttet leieutskiftninger går under fornyelse, da dette er et samlebegrep for utbedring, rehabilitering, ombygning og modernisering, og ikke en vedlikeholdskostnad (NS3422, 1994). Største delen av vedlikeholdskostnadene er som nevnt over tilknyttet brukeren, og derfor ikke en direkte betydelig faktor for eieren. Det kan ses på som en indirekte faktor, da dette kan føre til at leietakeren kan ønske å flytte fra lokalene.

Spørsmål 10 som spør hvor stor del av de totale kostnadene som er tilknyttet vedlikehold, har svarene variert fra 5 % til 70 %. Totale kostnader burde blitt spesifisert i mye større grad da dette naturlig nok skapte forvirring. Svarene på spørsmål 10 er derfor utelatt.

Baserer man seg på intervjuene som ble foretatt kan man allikevel komme frem til noen betydningsfulle svar. Peter Groth mener det er viktigere å se på totale eierkostnadene fremfor å kun se på vedlikeholdskostnadene. Med eiendomskostnadene menes utvendig vedlikehold, forsikringer, skatt og avgifter, teknisk utskiftninger og forvaltningskostnader (Finanstilsynet, 2009). Groth illustrerer med et eksempel hvilken betydning eierkostnadene kan ha med hensyn til markedsverdien til eiendommen (bytteverdi):

Man antar to realistiske scenarioer A og B. Totale eierkostnader for A er 2% av brutto leie, mens for B er det 10%, som i dette tilfellet er satt til 1000 kr. Yielden, det vil si risikojustert nominell avkastning minus årlig vekst i netto leie er satt til 8 % i begge scenarioer. Regnestykket som er basert på multiplikatormodellen i del 1.3.1 vil se slik ut, se tabell 5:

	A	B
Brutto Leie	1000	1000
Eierkostnadene (A=2%, B=10%)	20	100
Nettoleie	980	900
Antatt Yield	8 %	8 %
Markedsverdi	12250	11250
Forskjell på A og B	9 %	

Tabell 5: Markedsverdi, eksempel

Ut ifra regnestykket over vil forskjellen mellom markedsverdien på eiendommen til A og B bli på hele 9%. Dette illustrerer hvilken betydning eierkostnadene har for eieren.

Som nevnt over er utvendig vedlikehold en del av eierkostnadene, og er derfor en faktor som påvirker eierkostnadene. Aspelin Ramm Eiendom gjør derfor grundige analyser av driftskostnadene og eierkostnadene før de kjøper eller bygger nye bygg.

Krefting (2013) mener at kostnader tilknyttet vedlikehold og oppgraderinger (i den grad at bygget til en hver tid fremstår som et moderne bygg) samlet sett over en periode på 25 år er høyere enn de totale byggekostnadene, og at disse kostnadene er totalt undervurdert i bransjen.

Basert på disse argumentasjonene kan man si at vedlikehold, fornyelser og andre eierkostnader utgjør en vesentlig kostnad som påvirker eiers profitt og eiendomsverdi.

Spørsmål 11 er også noe dårlig formulert, av samme grunn som forklaringen over. Svarene er derfor basert på de tre intervjuene. Det er stor enighet om at fornyelser og vedlikehold som blir utført av eier ses på som en investering, som vil gi avkastning i det lange løp.

Tilpasningsdyktighet

TILPASNINGSDYKTIGHET		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
13	I hvilken grad har tilpasningsdyktigheten av arealet noe å si for etterspørselen etter leietakere?	5	8		
14	Hvor viktig er det for tilrettelegging for funksjonshemmede?	2	7	3	2
15	I hvilken grad tillater dere endringer av lokalene underveis i leieperioden?	7	5	2	
16	I hvilken grad er beliggenhet av lokalene viktig?	9	3		
17	Hvor viktig er det at lokalene er i nærheten av offentlig kommunikasjon?	9	3	1	

Tabell 6: Tilpasningsdyktighet, Eier

Peter Groth (2013) mener følgende:

"Tilpasningsdyktige lokaler har du aldri problemer med å leie ut"

Hans Thomas Knudtzon (2013) mener følgende om tilpasningsdyktighet:

”Alle leietakere krever å ha skreddersøm på lokalet de leier, og derfor er tilpasningsdyktighet så viktig”

Disse sitatene stemmer godt overens med resultatene til spørsmål 13 i undersøkelsen.

Å tilrettelegge lokalene for funksjonshemmede er en faktor som viser seg å være viktig. Det er dog mange formeninger om dette emne. TEK10 går ifølge Knudtzon (2013) alt for langt, og mener kravene til universell utforming er for strenge. Dette blir uansett et viktigere og viktigere tema med tiden, og man må derfor tilrettelegge seg kravene. Utenom dette er det ikke særlig viktig. Det kan også tilknyttes negativ omtale om man ikke tar hensyn til denne parameteren mener Groth (2013). For et selskap som Entra Eiendom er universell utforming veldig viktig og et strategisk valg. Selskapet er opptatt av at alle skal ha lik mulighet til å være i arbeidslivet og selskapet er blant annet sponsor for ridderrennet (skirenn for funksjonshemmede). Tatt størrelsen på selskapet i betraktning så mener Horn (2014) at Entra Eiendom må ta bransjeansvar selv om det ikke ligger noen bytteverdi i dette.

Det er veldig viktig for eier å tillate bruker å utføre endringer i lokalene sine underveis i leieperioden. Leietaker må derimot sette tilbake lokalene i den stand det var i ved overtagelse.

Beliggenheten til eiendommen er ikke overraskende veldig viktig for eieren. Beliggenheten er svært påvirket av å ha offentlig kommunikasjon i nærheten og godt tilgjengelig. I Oslo sentrum er tilknytningen til T-bane helt essensielt for å tilrettelegge seg leietakere.

Parkering ble ikke tatt med i undersøkelsen, men diskutert i intervjuene. Det viser seg å være en fin tiltrekningsfaktor for lokaler i Oslo sentrum hvor det er strenge restriksjoner og parkeringsnormer.

Miljø og Teknisk

MILJØ OG TEKNISK		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
18	Hvor viktig er det for dere å representere miljøvennlige bygg? Som for eksempel å tilby lavenergilokaler	2	6	4	
19	I hvilken grad er lavt CO2 fotavtrykk på byggene viktig for dere for å tiltrekke seg leietakere?		6	5	1
20	Hvor viktig er kvaliteten på VVS løsningene slik at leietaker blir fornøyd?	7	4	2	
21	Hva er viktigst for VVS-anlegget: kvalitet eller pris?	Kost/nytte: 5, Kvalitet: 7 , Pris:			
22	Hvor viktig er kvaliteten på El-kraft løsningene slik at leietaker blir fornøyd?	4	7	2	
23	Hva er viktigst for El-kraft anlegget: kvalitet eller pris?	Kost/nytte: 6, Kvalitet: 6 , Pris: 1			
24	Hvor viktig er kvaliteten på Telekommunikasjon og Automasjons løsningene slik at leietaker blir fornøyd?	3	8	2	
25	Hva er viktigst for Telekommunikasjon og Automasjons anlegget: kvalitet eller pris?	Kost/nytte: 6, Kvalitet: 4, Pris: 1			

Tabell 7: Miljø og teknisk, Eier

Det viser seg å være viktig for eiere å representere seg selv gjennom miljøvennlige bygg. Kommentarer lagt til svarerne tyder på at dette blir viktigere og viktigere med tiden, da miljøfokuset de siste årene har vært sterkt økende.

Aspelin Ramm og Pecunia Eiendom har en miljøfokusert strategi og ønsker å presentere seg gjennom en grønn profil. Miljøvennlige bygg har også lave energikostnader, noe som viste seg å ha stor verdi for bruker skrevet om tidligere i oppgaven. Entra Eiendom har også et stort behov for å representere seg med miljøvennlig bygg da dette som nevnt utgjør en av 3 hovedpilarer. Fordi bygget representerer 40 % av miljøpåkjenningen i verden kan deres bidrag bidra på dette punktet. En slik representasjon er fremtidsrettet (referer til Nysteen (2014) synspunkt om økt bytteverdi gjennom miljøvennlige bygg) (Horn, 2014).

Det er dog ikke entydige svar når det gjelder dette tema, da fire eiere mener dette ikke er så viktig. Må nevnes at uttrykket "CO2 fotavtrykk" burde erstattes med energiforbruk i spørsmål 19, da denne betegnelsen ikke omhandler driftsfasen av et bygg.

Gjennom intervjuene kom det frem at nesten alle klager fra bruker har tilknytning til VVS, og at det derfor er veldig viktig at kvaliteten er god på disse anleggene. Dette samsvarer godt overens med resultatene fra brukerundersøkelsen. 7 av 12 eiere mener at kvaliteten på VVS anleggene er prioritert foran prisen. Kvaliteten på El-kraft og Tele og Auto er også viktig, men ikke i samme grad som VVS. Det er i følge Horn (2014) som oftest en forutsetning at slike anlegg fungerer spesielt i en konkurransesituasjon hvor slike faktorer er svært viktig.

Kunderelasjon

KUNDERELASJON		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
26	I hvilken grad er gode kunderelasjoner viktig for dere?	12	1		
27	Hvor viktig er det å møte leietakers behov i forhold til lengre leieavtaler?	11	2		
28	Hvor viktig er jevnlig kommunikasjon mellom eier og bruker?	11	2		
29	I hvilken grad er leietakers økonomisk likviditet viktig for dere?	8	3	2	
30	I hvilken grad er dere opptatt av hva deres leietaker representerer av forretningsområder?	3	7	3	
31	Har leietakeren sin virksomhetsprestasjon noe å si for eier?	ikke for kontorbygg: 5, har noen å si: 3, ja: 4			

Tabell 8: Kunderelasjon, Eier

For eier er det helt essensielt å ha god kunderelasjon med sine leietakere, da 12 av 13 har svart veldig viktig på spørsmål 26. Det ble tidligere i oppgaven funnet ut at lange leieavtaler er veldig viktig for en eier og en helt avgjørende faktor får å få til dette er å møte leietakers behov gjennom hele leieperioden. Jevnlig kommunikasjon er også et veldig viktig virkemiddel for oppnå nettopp dette. Den viktigste kommunikasjonskanalen viser seg å være gjennom vaktmestertjenestene, da disse representerer eierselskapet. Knudtzon (2013) delaktiggjør alltid leietaker ved oppussing, utskiftninger og andre endringer i lokalene for at behovet til brukeren blir tilfredsstillt så godt som mulig.

Er ikke leietaker fornøyd vil de ikke fornye leieavtalen, og det er bred enighet blant eierne at det må leveres mer enn hva som er forventet. Peter Groth mener det er et stort nederlag om leier avslutter leieavtalen på grunnlag av at Aspelin Ramm Eiendom ikke har levert som forventet. Da er ikke leietakers behov tatt seriøst nok. I Søylen Eiendom blir det gjennomført

to undersøkelser hvert år, som har til hensikt å kartlegge leietakers trivsel. Det har gjennom deres undersøkelsene vist seg at VVS og vaktmestertjenester er de aller viktigste faktorene for trivselen til leietaker i bruksfasen av et bygg. Dette er i godt samsvar med resultatene funnet fra bruker tidligere i oppgaven. For at kundene til Pecunia Eiendom skal få det lille ekstra, mener Knudtzon det er viktig at toppledelsen viser sin interesse for kunden, ved at de personlig kommuniserer med sine leietakere.

Leietakers økonomi er absolutt av betydning ved kontraktinngåelser. Krefting, Groth og Knudtzon mener dette alltid blir sjekket før det blir inngått en leieavtaler. Dette medfører en trygghet på at eier får inn leieinntektene de har krav på.

Det er også viktig for eier hvilke forretningsområder leietaker representerer. Dette er i følge Groth (2013) og Krefting (2013) med på å påvirke imaget som eier ønsker oppnå i et området. Det er dog viktigere for butikker og restauranter, men det skal ikke bli diskutert her. Dette gjelder også for virksomhetsprestasjonene til leietaker. I kontorbyggsegmentet er det ikke omsetningsbasert leie, og derfor ikke så viktig hvordan leietakers inntjening utvikler seg gjennom leieperioden. Om leietaker går konkurs, har det selvsagt stor betydning for eieren.

2.5.2 Undersøkelse Bruker

Spørsmål som er stilt i denne delen omhandler representasjon og symbolisme, generelt faktorer, teknisk utforming, innemiljø, tilpasningsdyktighet, vedlikehold og kunderelasjoner med hensyn til bygg og dens eier. Det vil bli gått gjennom disse faktorene i overnevnt rekkefølge. 14 brukere har svart på denne undersøkelsen. Intervjuobjektene som representerer brukersiden (leietaker) er som nevnt Svein Bjørberg i Multiconsult AS (2013) og Marit Skatrud Andersen i Amedia AS (2013). Noen spørsmål er også her blitt utelatt og/eller misforstått som vil bli gått nærmere inn på.

Representasjon og symbolisme

Representasjon og symbolisme handler om i hvilken grad selve bygget representerer brukerens virksomhet. I den forbindelse kan man tenke på bygget som bedriftens ansikt utad og forholdet mellom eiendommen og dens ytre miljø (Spencer & Winch, 2002).

REPRESENTASJON		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
1	Hvor viktig er det at bygget skal representere deres virksomhet?	7			
2	I stigende rekkefølge (fra 1 til 6, hvor 1 er viktigst), hva er viktigst for dere når det kommer til representasjon av deres virksomhet: (eksempel er illustrert)				
	⟨ Resepsjon/inngangsparti	1, 2, 3, 1, 2, 3, 1 = 1,9			
	⟨ Kontorer/arbeidsrom	3, 1, 2, 6, 5, 1, 2 = 2,9			
	⟨ Møterom/auditorium	4, 3, 1, 3, 1, 6, 3 = 3,0			
	⟨ Fasade	2, 5, 6, 2, 4, 4, 4 = 3,9			
	⟨ Utomhus	6, 6, 5, 5, 6, 5, 5 = 5,4			
	⟨ Toaletter/garderobe etc	5, 4, 4, 4, 3, 2, 6 = 4,0			

Tabell 9: Representasjon og symbolisme, Bruker

Som vi ser i tabellen over, mener alle som har besvart spørsmål 1 at det er veldig viktig at bygget representerer bedriftens virksomhet. Det argumenteres for at bygget må være synlig for omverden, og kunne relateres til sektoren som bedriften befinner seg i.

For å spesifisere og belyse dette spørsmålet er det så blitt spurt om hvilke bygningsdeler/elementer som er viktigst med hensyn til representasjon. Spørsmålet er et rangeringsspørsmål basert på viktigheten av forskjellige elementer i bygget, hvor 1 er viktigst og 6 minst viktig. Resultatene er vist i tabellen, hvor det også er blitt regnet ut gjennomsnittlig rangering. Av de som svarte på dette spørsmålet var resepsjons/inngangsparti det klart viktigste elementet med 1,9 ”punkter”, etterfulgt av kontorer/arbeidsrom og møterom/auditorium med henholdsvis 2,9 og 3 ”punkter”. Noe overraskende var fasaden rangert som det fjerde viktigste, da dette er det første som møter publikum.

Basert på undersøkelsen er det ingen tvil om at det er inne-arealene som har mest betydning når det kommer til representasjon og symbolisme. Dette stemmer godt overens med Eikeland (2008) sine brukerinteresse: *”Estetiske kvaliteter, alt fra at bygningens eksteriør og interiør har et uttrykk som brukeren føler er representativt for seg selv”*

Generelt

Påfølgende fem spørsmål tar for seg generelle spørsmål tilknyttet til miljø, ansatte, kvalitet og leiepris.

GENERELT		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
3	Hvor viktig er innemiljø for deres ansatte og besøkende? (ikke sosialt miljø)	13	1		
4	I hvilken grad har byggets utforming noe å si for prestasjonene til deres ansatte?	5	7	2	
5	I hvilken grad har alder på bygningen noe å si?		1	9	4
6	Er dere villig til å betale ekstra for god kvalitet på deres lokaler? Enig = viktig	2	12		
7	Hvor viktig er det at leieprisen representerer kvaliteten på bygget?	5	7	2	

Tabell 10: Generelt, Bruker

Dårlig inneklima er en trussel mot helse, trivsel og produktivitet. Det kan skape slapphet, hodepine, asma og allergier og som svekker arbeidsinnsatsen og øker sykefraværet (Eikeland, 2008). Dette er i godt samsvar med undersøkelsen, da innemiljøet/klimate nesten uten unntak er veldig viktig for de ansatte og besøkende i et kontorbygg. Det er verdt å nevne at Andersen mener godt inneklima kan rettferdiggjøre dårlig plass, og at det derfor er verdt å investere i god innendørs-kvalitet (refererer også til spørsmål 6). Dette må også i følge Bjørberg ses på som en investering som kan øke produktiviteten til de ansatte i bedriften. Dette er i samsvar med Spencer og Winch (2002), hvor innendørs miljø er en viktig faktor for trivsel og økt produktivitet. Inneklima vil bli gått nærmere inn på under ”teknisk og innemiljø” i del 2.2.3. I hvilken grad utformingen på bygget, det vil si plass, fleksibilitet, romslighet osv., kan tilknyttes til prestasjonene til de ansatte er noe mer varierende. Det er hvertfall klar formening om at effektiv byggekropp er av stor betydning da nesten alle har svar veldig viktig eller viktig på spørsmål 4. Dette kan ha sammenheng med at alder på bygningen ikke har så mye å si, så lenge innholdet i bygget er bra.

Teknisk og innemiljø

De tekniske spørsmålene i undersøkelsen er basert på Spencer and Winch (2002) sine tre innendørsfaktorer; lyd-, lys og luftkvalitet. Det er også lagt til spørsmål tilknytning til temperatur, lukt, sikkerhet og sanitærløsninger.

TEKNISK OG INNEMILJØ		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
8	Hvor viktig er det at det tekniske utstyret som VVS og Elektro ikke bråker for mye?	8	6		
9	Hvor viktig er god luftsirkulasjon/luftkvalitet for deres ansatte og besøkende?	12	2		
10	I hvilken grad er det viktig å kunne regulerer dette selv?	7	3	3	1
11	Hvor viktig er innendørs belysning med tanke på arbeidsmiljøet og prestasjoner?	7	7		
12	I hvilken grad er det viktig å kunne regulerer dette selv?	5	5	3	
13	I hvilken grad er tilgangen på naturlig lys viktig for arbeidsmiljøet?	9	5		
14	I hvilken grad er det viktig å kunne regulerer dette selv?	3	6	4	
15	Hvor viktig er det at kontoret deres holder riktig romtemperatur til enhver tid?	7	6	1	
16	I hvilken grad er det viktig å kunne regulerer dette selv?	6	5	2	
17	I hvilken grad har god akustikk noe å si for arbeidsmiljøet? Eksempel: "Blir det mye bråk selv om det er stor aktivitet i rommet?"	8	3	3	
18	Hvor viktig er lukten i arbeidslokalet?	9	1	3	
19	Hvor viktig er sikkerhet, dvs brann og sikkerhetsalarmer?	11	2	1	
20	Hvor viktig er det å ha god tilgang til toaletter/sanitetsinstallasjoner uavhengig av hvor du skulle befinne deg i bygget?	3	8	2	1

Tabell 11: Teknisk og Miljø, Bruker

Det kommer tydelig frem i tabellen over at det er et stort ønske fra brukeren at lokalene ikke skal belastes unødig av støy. De tekniske anleggene som VVS og Elektro skal ikke bråke for mye, samt at lokalene skal virke dempende på lyd. Dette er i følge Bjørberg (2013) og Andersen (2013) spesielt viktig for lokaler med åpent landskap.

Belysning er ikke overraskende en viktig faktor. Tilgangen til naturlig lys er ifølge undersøkelsen like viktig, om ikke viktigere enn innendørs belysning med hensyn til prestasjoner og arbeidsmiljø. Det er dog noe varierende svar når det kommer til hvilken grad det er viktig å kunne regulere dette selv. Med dagens moderne SD-anlegg er de fleste lysanlegg (persienn og arbeidslys) selvregulerbare, som vil si at de reguleres automatisk i forhold til lysnivået i lokalene. Viktighetsgraden til romtemperaturen viser samme resultater som for lys.

Luftkvalitet og sirkulasjon er svært viktig for de aller fleste brukerne. Det er på bakgrunn av undersøkelsen og intervjuene helt avgjørende for at brukeren skal trives i sine lokaler. Dette har også tilknytning til lukt, da dårlig inneluft fører til dårlig lukt. I hvilken grad det er viktig å kunne regulere luftkvaliteten selv er det også her mottatt varierende svar, men majoriteten har allikevel klassifisert det som veldig viktig.

God sikkerhet i form av alarmer og nødutganger er en selvfølge for brukere. Dette handler ført og fremst om tryggheten til de ansatte og bedriften, og utgjør en svært viktig faktor i et bygg. Det vil ikke bli lagt noe mer fokus på dette da dagens regler og forskrifter dekker dette

tema. Tilgangen til sanitærinstallasjoner viser seg å være viktig, men ikke i samme grad som faktorene over. Alle faktorene over er i samsvar med Eikeland (2008).

Tilpasningsdyktighet

En bygnings tilpasningsdyktighet er egenskapen den har til å møte vekslende krav til funksjonalitet og fremkommer som en funksjon av bygningens generalitet, fleksibilitet og elastisitet. Dette vil i praksis bety en bygningens egenskap til å endre arealutforming, huse ulike funksjoner, bygges om, til eller på, evt. seksjoneres (Bjørberg & Larsen, Livsløpsplanlegging og tilpasningsdyktighet i bygninger, 2007). Det er under tatt for seg generelle spørsmål tilknyttet dette emne, for å kartlegge hva en bruker ser etter i et kontorbygg.

TILPASNINGSDYKTIGHET		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
21	I hvilken grad har romløsning (formen, størrelsen og høyden under taket) noe å si for prestasjonen og trivselen for de ansatte i selskapet?	5	8	1	
22	Hvor viktig er det for dere å ha god tilgang til møterom/samlingsrom?	11	2		1
23	Hvor viktig er det å ha lokaler hvor ansatte kan koble av?	2	6	4	2
24	Hvor viktig er det å god plass, og en følelse av åpenhet?	3	6	4	1
25	Hvor viktig er det med eget lunsjrom/cafe/kantine i lokalene?	7	5	1	1
26	Hvor viktig er det med tilgang til heis i lokalene?	7	3	2	1
27	I hvilken grad er arbeidslokaler viktig for å tiltrekke seg nye ansatte?	5	7	2	
28	Hvor viktig er det med fleksibilitet i arealet? (slik at dere kan endre planløsning under leieavtalen)	5	6	2	
29	Hvor viktig er beliggenheten til lokalene?	8	5	1	
30	Hvor viktig er det å være i nærheten av offentlig kommunikasjon?	8	5	1	
31	Hvor viktig er det med tilgang til parkeringsplasser?	1			
32	Skaper deres lokaler god trivsel? Ja eller nei	Ja: 14			

Tabell 12: Tilpasningsdyktighet, Bruker

Muligheten til å endre planløsning underveis i leieavtalen er en ønskelig mulighet for bruker, da 11 av 13 svarte viktig eller veldig viktig. I følge Bjørberg (2013) er fleksibilitet i arealene med på å skape trivselsfaktor, ved at man kan tilrettelegge lokalene til hver enkelt ansatt. Et eksempel på dette er at man kan sette opp cellekontorer for de som ønsker det, uten å gjøre for store og kostbare inngrep.

Romløsningen, det vil si formen, størrelsen og høyden under taket er en viktig faktor for prestasjon og trivsel til de ansatte. Dette kan også tilknyttes til effektiviteten til lokalene. Tilgang til spesifikke bygningsdeler som møterom/samlingsrom, sosiale soner og kantine er av ulik høy viktighetsgrad. Møterom og samlingsrom ser ut til å være viktigst, mens kanten får stort fokus på grunnlag av at et slikt område kan brukes som et naturlig samlingspunkt og ikke bare som et spiseområde. Andersen argumenter for at kanten er en form for sosial sone som kan brukes til uformelle møter og diskusjoner. Dette er en sterk pådriver til godt arbeidsmiljø og god trivsel. Bjørberg (2013) mener arbeidsformen er blitt mer dynamisk og at brukerne vil ønske områder med åpne løsninger fordi det styrker informasjonsflyten.

Tilgang til heis er i de aller fleste tilfeller veldig viktig. Man ser derimot stor spredning i de avgitte svarene. En naturlig årsak til dette kan være byggets utforming med hensyn til høyden og størrelsen.

Beliggenhet til bygget er ikke overraskende en essensiell faktor når man skal velge lokaler, noe undersøkelsen også viser. Beliggenheten er avhengig av flere faktorer, blant annet kort avstand til offentlig kommunikasjon. Tilgang til parkeringsplass er ikke tilfredsstillende dekket i denne undersøkelsen. Spørsmål 31 ble senere lagt til undersøkelsen. Dette spørsmålet vil også bli dekket på eiersiden senere i denne oppgaven.

Bygget og eier må dermed kunne tilpasse seg bruker gjennom de ulike faktorene over, slik at bruker blir tiltrukket til lokalene.

Drift og vedlikehold

Definisjonene av drift og vedlikehold er i følge Norsk Standard 3422 (NS3422, 1994) slik: Drift er alle oppgaver og rutiner som er nødvendige for at en bygning eller et anlegg skal fungere som planlagt, mens vedlikehold er tiltak som er nødvendig for å opprettholde en bygning eller et anlegg på et fastsatt kvalitetsnivå.

DRIFT OG VEDLIKEHOLD		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
34	Hvor viktig er lave driftskostnader?	4	9	1	
35	Har dere ansvaret for vedlikeholdet av arealene dere leier under leieperioden? Ja eller nei	Innearealer:10, NEI: 2			
36	Gjelder dette også vedlikehold på uteområdene?	Nei: 13, Ja: 1			
37	Hvor stor utgiftspost er vedlikehold i forhold til totale utgifter? Gjelder også leieprisen	små: 5			
38	Hvor interessant er det for dere å vedlikeholde lokalene deres?	3	6	3	1
39	Hvor viktig er det at arealene er lette å vedlikeholde?	5	8	1	
40	Er dette en viktig faktor for om dere fornyer avtalen?	3	6	5	

Tabell 13: Drift og vedlikehold, Bruker

Som tabellen over viser har nesten alle leietakere ansvaret for vedlikehold i deres lokaler. Dette gjelder ikke for ute- og fellesarealer, da disse er underholdt eieren av bygget. Typiske elementer i inne-arealene som leietaker må vedlikeholde er i følge Groth (2013) gulv, vegger, tak og armaturer.

Kun fem har svart på spørsmål 37 som omhandler hvor mye ressurser leietakerne bruker på vedlikehold. Grunnen til dette er noe usikkert, men det kommer frem i noen skjemaer at brukerne ikke har hatt muligheten til å undersøke dette nærmere. Av de som har svart utgjør vedlikeholdskostnadene en liten andel av totalkostnadene. Andersen forklarer at dette er en liten post sammenlignet med for eksempel ombyggingskostnader, som utgjør en vesentlig større andel av totalkostnadene. Dette elementet er dog avhengig av i hvilken grad man gjennomfører ombygninger. Leietaker skal også levere tilbake sine lokaler i samme stand som de var da de flyttet inn noe som skulle tilsi at vedlikehold burde få større oppmerksomhet enn det resultatene i undersøkelsen viser til her. En mulig forklaring på dette er at eier ikke er så opptatt av det, da det uansett skal gjennomføres store endringer under leietakerutskiftningene. Lokaler som er lette å vedlikeholde er også en viktig faktor, som er i samsvar med Eikeland sine brukerinteresser. I følge undersøkelsen er dette faktisk viktigere en selve vedlikeholdsarbeidet. Det er også av betydning for om bruker ønsker å fornye leieavtalen eller ikke.

Lave driftskostnader er et naturlig ønske, og i følge Bjørberg (2013) og Andersen (2013) er det samlet sett også de viktigste utgiftspostene sammen med leieprisen for om leietakeren ønsker og fornye leieavtalen eller ikke.

Vedlikeholdskostnadene er dermed ikke en avgjørende faktor, da disse utgjør en såpass liten del av totalkostnadene. Det er også gjort et forsøk på å se om det er en sammenheng mellom lengden på leiekontrakten og i hvilken grad leietaker er interessert i å vedlikeholde lokalene sine. Det er uten hell funnet korrelasjon mellom disse to faktorene.

Kunderelasjon

Kunderelasjonen er i denne oppgaven forholdet mellom eier og bruker, og i hvilken grad dette er viktig for bruker. Hva som menes med godt forhold er først og fremst et godt profesjonelt forhold, hvor begge parter gjør det de er forpliktet til i henhold til kontrakten og hva som er forventet av service.

KUNDERELASJON		Veldig viktig	Viktig	Ikke så Viktig	Ikke viktig
41	Hvor viktig er det å ha et godt forhold til eier og forvalter av bygget?	7	5	2	
42	Om noe ikke fungerer, i hvilken grad er det viktig for dere at eier og forvalter tar ansvar for å rette opp i feilene?	14			
43	Er relasjonene til eier en viktig faktor for om dere fornyer leieavtalen?	6	6	1	1
44	Hvor viktig er tilgang til vaktmestertjenester?	9	3	1	
45	Hvor lang leiekontrakt har dere med eier?	10+0 eller mer: 6, mindre nn 10 år: 6			

Tabell 14: Kunderelasjon, Bruker

Bjørberg (2013) mener et godt forhold handler om å følge avtalen/kontrakten som er inngått, og at det utenom dette ikke forventes noe mer av eieren. Andersen (2013) mener at et godt forhold er viktig også utenom kontrakten fordi eier og bruker-forholdet er et samarbeidsforhold, hvor begge parter ønsker å blir fornøyd.

Det er ser ut til at det er entydig enighet om at det er veldig viktig at eier følger opp sine forpliktelser da alle spurte mener det er helt avgjørende at eier tar ansvar for å rette opp eventuelle feil. Dette er sterkt tilknyttet til vaktmestertjenester, som blant annet Bjørberg mener er helt avgjørende for om eier trives i bygget.

Relasjonene med eier er også av stor betydning om bruker ønsker å fornye leieavtalen eller ikke.

2.5.3 Resultat

Det er gjennom denne delen blitt gått gjennom hvilke faktorer som er viktige for bruker og eiere gjennom driftsfasen av kontoreiendom basert på erfaringer fra aktører hovedsakelig i den private sektoren. Hvor viktige disse faktorene er sier mye om hvilken verdi de har. En oppsummering vil nå bli presentert.

Resultat Eier

Gjennom diskusjonen for eier er de konkluderende verdifaktorene følgende:

- Kostnadene tilknyttet leierutskiftninger er svært høye, og lange leieavtaler er derfor helt essensielt for eiers bruks- og bytteverdi. Lange avtaler sikrer også økonomien gjennom forutsigbare inntekter, markedsconjunkturer og stabil bytteverdi på eiendommen.
- Lange leieavtaler viser seg å være sterk tilknyttet til hvilken grad eieren klarer å møte leietakerens behov. En av de viktigste tiltakene en eier kan gjøre i driftsfasen er å ha jevnlig kommunikasjon med brukeren gjennom hele leieperioden.
- Eierkostnadene og fornyelseskostnadene viser seg å være helt essensielle når det kommer til markedsverdien på bygget (bytteverdien).
- Vedlikeholds- og fornyelsesarbeid ses på som en investering som gjør bygget og lokalene tiltrekkende for brukere over tid.
- I hvilke grad godt vedlikehold gjennomført av bruker gir verdi for eier er varierende. Flere mener dette er viktig av naturlige årsaker, mens andre mener dette ikke er så viktig, da det uansett må utføres store endringer ved leieutskiftninger.
- Å kunne tilby lokaler med høy tilpasningsdyktighet og tillate bruker å endre lokalene underveis i leieperioden er til stor bruksverdi for eieren, da dette tiltrekker seg leietakere.
- Tilrettelegging av funksjonshemmede er for majoriteten viktig, men dette blir tatt hensyn til gjennom regler og forskrifter.
- Beliggenheten til kontorbygg og avstanden til offentlig kommunikasjon er helt essensielt for bruksverdien, gjennom tiltrekningen av leietakere.
- Det er ulike formeninger blant eiere når det kommer å representere seg gjennom miljøvennlige bygg. De fleste eierne som er spurt mener det er en viktig faktor, men de avgitte svarene tyder på dette har tilknytning til eiendomsselskapets strategi.
- Lave energikostnader er ikke av største betydning når det er snakk om å tiltrekke seg leietakere. Kvaliteten på de tekniske anleggene er viktigere, da spesielt for VVS-anleggene. De aller fleste klager fra bruker omhandler varme og ventilasjon, og dermed til stor bruksverdi for eier og bruker at disse fungerer som det skal.
- God relasjon med sine leietakere er helt avgjørende for en utleier. En av de viktigste påvirkningsfaktorene for dette er jevnlig kommunikasjon spesielt gjennom vaktmestertjenester.
- Eierens trygghet tilknyttet leietakers evne til å betale leien er også viktig, og blir dermed undersøkt nærmere ved kontraktinngåelse.
- Hvilken virksomhet leietaker representerer viser seg å være av verdi for eier. Ved riktig kombinasjon av leietakere kan det bidra til å styrke imaget som eier ønsker i et område og gjøre det mer tiltrekkende.

Det er i noen grad samsvar mellom resultatene funnet i undersøkelsene og Eikeland (2008) sine oppsatte eierinteresser. Omdømme i samfunnet og i markedet, ivareta eieransvaret og ryddig forretningsdrift er ikke dekket i den grad at det gir grunnlag for noen konklusjoner. De resterende punktene til Eikeland er det i aller høyeste grad i samsvar med undersøkelsen.

På bakgrunn av de avgitte svarene, kan man komme frem til en helhetlig konklusjon om at verdi for eier er å tilrettelegge eiendommen slik at ønskene og behovene til brukeren blir tilfredsstilt. En god tilretteleggelse for bruker vil gi eieren lange leiekontrakter, høye leieinntekter og dermed høy markedsverdi på eiendommen.

Hans Thomas Knudtzon (2013) oppsummerer sitt verdibegrep på vegne av Pecunia Eiendom AS slik:

”Det som gir Pecunia verdi er først og fremst å tilby våre leietakere god kvalitet på lokalene og servicen. Verdi for oss er også å opprettholde verdien på eiendommen gjennom vedlikehold og fornyelser slik at byggene alltid er i representativ stand. Virksomheten er basert på å alltid å tjene penger på den virksomheten vi driver”

Carl Erik Krefting (2013) oppsummerer sin definisjon på verdi slik:

”Verdi for oss er først og fremst å øke verdien til eiendommene. Verdien på et kontorbygg er helt avhengig av hvilke leieinntekter som bygget kan generere (multiplikatormodellen), og leieinntektene kan hovedsakelig økes på to forskjellige måter. Oppgradere eiendommene slik at vi får en høyere standard som gir oss større økning i leie enn standard økningen, og velge riktig kontorsammensetninger, for å heve attraktiviteten til et helt området, slik at leieprisene kan økes”

Horn (2014) mener verdi for Entra er kundemassen og derfor er viktig å tilrettelegge for å holde på kundene. Dette gjennomføres ved blant annet å drive med verdibevarende effektiv vedlikehold, tar vare på eiendommene, og tenke ”hele livsløpet” ikke ”brannslukking”. Dette fører også til at Entra blir en kostnadseffektiv bedrift gjennom stabil kontantstrøm. Entra er også svært kunderelaterte gjennom kundesenteret fordi fornøyde kunder gir verdi for eier samtidig som det gir mindre risiko for at de flytter ut.

Peter Groth (2013) oppsummerer intervjuet:

”Mange sier at leietakeren betaler lønnen vår, og derfor er leietakers holdning veldig viktig”

Resultat Bruker

Gjennom diskusjonen for bruker er de konkluderende verdifaktorene følgende:

- Byggets representasjon og symbolisme som fungerer som virksomhetens ansikt utad er utvilsomt veldig viktig da dette gir stor bruksverdi. Undersøkelsen viser at dette først og fremst gjelder de innvendig arealene med inngangspartiet og resepsjonen som de viktigste elementene.
- Beliggenheten og byggets avstand til offentlig kommunikasjon er særdeles viktig for bruksverdien til bruker.
- Godt innemiljøet er helt essensielt og er helt avgjørende for bruksverdien. Kvaliteten på lyd, lys, luft og temperatur anleggene som VVS, Elektro og Tele og Automatisering må ses på som en investering som vil øker produktivitet, effektiviteten og bedre arbeidsmiljøet for de ansatte.
- Undersøkelsen viser også at sikkerhet i form av alarmer og nødutganger er en avgjørende faktor med hensyn til trygghet, og som må være tildele for å utfylle bruksverdien til leietaker.
- Byggets tilpasningsdyktighet og effektive byggekropp; at man har muligheten til å tilpasse plasseringer av ønskede elementer som arbeidsplasser, møterom/samlingsrom, kantine og sosiale soner er også veldig viktig for å oppnå bruksverdi.

- God relasjonen med eier er ønskelig for bruker, slik at bruksfasen går så smertefritt som mulig. Det er også veldig viktig at eier stiller opp om noe ikke fungerer som det skal, først og fremst via vaktmestertjenester.
- Det virker som om leietakerne er villige til å betale (bytteverdi) for god kvaliteten på lokalene samt for funksjonelle tekniske anlegg.
- Vedlikeholdskostnadene er små sammenlignet med totale kostnader og dermed ikke av størst betydning. Det er dog viktig at lokalene er lette å vedlikeholde, da dette holder kostnadene nede, samt at vedlikeholdsprosessen blir enklere å gjennomføre.
- Det er også viktig at driftskostnadene og leieprisene, som også er forklart som bytteverdien da dette refereres til en spesifikk pris, representerer kvalitet på lokalene og servicen som eier har forpliktet seg til.

Det ble under tilpasningsdyktighet spurt i hvilken grad lokalene som blir brukt skaper god trivsel. Alle de spurte svarte ja på dette spørsmålet, og de begrunnelsene som gikk igjen var:

- Gir fornøyde medarbeidere
- Fine lokaler som gir mye dagslys
- Hyggelige og imøtekommende gårdeiere
- Innredet etter personlig smak og design
- Åpenhet ved mye glass og luft
- Funksjonelle løsninger
- Effektiv arealbruk – lange avstander og spredt beliggenhet trekker ned
- God samhandling, lyst og engasjerende
- Naturlig lys og luft som representerer vår virksomhet (selger takvinduer, viktig å kunne tilby og vise lokaler med masse naturlig lys og luft.
- Teamarbeid: informasjonsflyten er veldig god
- God fleksibiliteten: gir god tilpasning til hver enkelt
- God tilgang til vaktmester er veldig viktig

På bakgrunn av de avgitte svarene fra bruker, er det stor enigheten om at trivselsfaktoren er den aller største verdien, som blant annet reflekteres gjennom økt produktivitet og effektivitet, samt overensstemmelser med brukerens praktiske behov gjennom god tilpasningsdyktighet, store nok arealer, funksjonelle tekniske løsninger, innemiljø, lave kostnader (relativt), beliggenhet, vaktmestertjenester og god relasjon til eier. Alle disse faktorene er i godt samsvar med Spencer and Winch (2002) sine oppsatte brukerinteresser, og alle brukerinteressene til Eikeland (2008), dog noe mer spesifiserte i denne undersøkelsen.

Bjørberg oppsummerer sitt subjektivt verdibegrep slik:

”Verdi for oss er å ha lokaler som gir tilpasningsdyktighet til lave kostnader, trivsel for de ansatte som preger arbeidseffektiviteten og god beliggenhet”

Andersen oppsummerer det slik:

”Verdi for oss er å skape funksjonelle arbeidsplasser for de ulike avdelinger og selskaper som bruker lokalene”

3. Diskusjon og konklusjon

Alle tre temaer er nå presentert fra to ulike perspektiver; teori og litteratur og caseundersøkelser. Samsvaret dem imellom har variert noe og dette vil nå bli illustrert ved å diskutere de opp mot hverandre. For å holde strukturen i oppgaven, vil det først bli diskutert strategi, så portefølje før det avsluttes med enkelt-eiendom.

Det vil helt avslutningsvis bli konkludert ved å se på alle tre temaer samlet, og på den måten få et helhetlig bilde av hvordan et eiendomsselskap kan optimalisere verdien.

3.1 Diskusjon strategi

3.1.1 Strategi

Dannelsen og tankegangen til strategien i selskapene over er ikke direkte overførbar til Porters (2008) fem krefter. Det er vanskelig å relatere dette direkte fordi strategi også er historisk betinget (Tuntland, 2014). Dette er også i tråd med Dobbs (2012) argumentasjon om at det er utfordrende å implementere de fem kreftene i den virkelige verden, noe Porter (2008) selv har anerkjent. Det er dog naturlig å tro at de fem kreftene er vurdert indirekte i en eller annen forstand i løpet av livet til et selskap.

I eiendom så er spesielt makten til kundene, altså leietaker eller bruker svært stor, noe som er bevist gjennom funnene i spørreundersøkelsene, intervjuene og teorien. Eier oppnår størst bruks- og bytteverdi ved å møte brukerens behov og dermed har leietakerne makt i den forstand at de kan sette krav. Det virker som at dette er bakt inn i alle selskapene som er blitt sett på i casekapitlet.

Når det kommer til rivalisering og sjansen for at nye konkurrenter skal innta markedet er cluster-tankegangen svært aktuell. Søylen Eiendom, Entra Eiendom og NPRO bruker aktiv cluster-tankegang når de skal bygge opp sine porteføljer. Dette tilrettelegger for mindre rivalisering og sjansen for at andre konkurrenter vil innta markedet ved at det kan gi makt over områder. Å kjøpe eiendom med strategisk plassering slik at andre konkurrenter ikke kan påvirke leiemarkedet i det aktuelle området er ett av ønskene ved en cluster-dannelse. På den måten er disse to kreftene bakt inn i strategien til alle fire selskaper.

Makten til leverandører og trusselen for nye produkter er ikke diskutert i stor grad. Makten til leverandører kan for eksempel illustreres med entreprenører som skal bygge eller renovere en eiendom. Trusselen for nye produkter kan illustreres ved aktører som kommer med nye ideer og som kaprer leietakere. Disse to kreftene har dog ikke fått stor oppmerksomhet i denne oppgaven.

Nysteen (2014) i Entra Eiendom mener at strategi burde handle om å skille se ut og ikke følge mengden. Dette kan direkte relateres til Porters (1996) utsagn:

”strategy is to find a position in the industry where the competitive forces are weakest”

Ved å følge mengde og gjøre det samme som sine konkurrenter vil ikke føre til at man vinner større markedsandeler.

3.1.2 Beslutninger

Gjennom casearbeidet virker det som at eiendomsselskapene er svært opptatt av å ta porteføljebeslutninger i henhold til den overordnede strategien. Spesielt viktig beslutninger som kjøp og salg av eiendommer blir i alle fire tilfeller tatt av styret i selskapet, uavhengig av størrelsen på selskapet og risikoprofil. Det er ikke lykket med å få en definert punktvis beslutningsbeskrivelse av de fire selskapene slik som i teori- og litteraturkapitlet da slike klare og tydelige punkter ikke er praktisert i den virkelige verden.

Alle fire selskaper har gitt uttrykk for at de har en aktiv porteføljetilnærming, ved at porteføljen blir jevnlig evaluert opp mot strategien. Denne sirkulær fremgangsmåten er i samsvar med Hargitay & Yu (1993) og Emerald Insight (2012) sine forslag om beslutningsprosessen. Det er verdt å merke seg Sletvold (2014) sitt argument om at eiendomsmarkedet i Norge er så illikvid at beslutninger ikke alltid blir tatt i henhold til strategien. Kjøp- og salgsmulighetene vil dermed, i en viss grad forme strategien. Dette er identisk med steg 2 i beslutningsprosessen til Hargitay & Yu (1993), som sier at beslutningene kan være svært påvirket av mangel på alternativer, og at strategien dermed kan blir formet ut i fra muligheten som tilbyr seg.

Et annet interessant punkt om beslutningsprosessen og sammenhengen mellom den overordnede strategien og enkelt-eiendomsnivå. Beslutninger om drift og vedlikehold blir også vurdert opp mot strategien, men ikke i samme grad. Skulle dette blitt gjort i samme grad ville det kreve store og bortkastede ressurser spesielt for større selskaper som NPRO og Entra. Det er for eksempel enklere for Pecunia som er et relativt lite selskap i denne sammenheng, å inkludere og kommunisere strategien til driftsavdelingen for hver eiendom enn hva det er for NPRO og Entra. Entra prøver dog å få dette til ved at hver eiendom har en eiendomssjef og en teknisk sjef, i tillegg til en som jobber på drift. Teknisk sjef har ansvaret for å planlegge vedlikehold langtidsperspektiv som blir diskutert på budsjettmøtene årlig. De endelige beslutningene blir tatt på regionsnivå og dermed naturlig å tro er i henhold til den overordnede strategien.

3.2 Diskusjon portefølje

3.2.1 Diversifisering

Prinsippene bak diversifiseringsmulighetene i "Modern Portfolio Theory" (MPT), er de samme i eiendom som for aksjer og obligasjoner, men som Sletvold (2014) forteller i casekapitlet og Emerald Insight (2012) i teori- og litteraturkapitlet er mulighetene for diversifisering i eiendom basert på MPT begrenset. Grunnen til dette er høye transaksjonskostnader som begrenser mulighetene og som bidrar til å gjøre markedet illikvid. For Søylen, Pecunia, NPRO og Entra er det en fellesfaktor at de ønsker å gjøre det motsatte av diversifisering, altså en retningslinje som går mot rendyrking av strategien.

I teori- og litteraturkapitlet ble det, gjennom etablerte forskningsartikler, forsøkt å finne ut om det var diversifiseringsfordeler basert på eiendomstype, geografisk og økonomisk diversifisering. Resultatene fra forskningsartiklene gir grunnlag for å si at det finnes diversifiseringsmuligheter i eiendom, men hvilke metoder som er best er dog usikkert på bakgrunn av at resultatene er svært blandede avhengig av land og metode som er brukt. Det resultatene ga et klart svar på er at diversifisering basert på økonomisk beliggenhet er en mer effektiv metode enn diversifisering basert på geografisk beliggenhet. Dette støtter teorien om at eiendomsmarkedet, uavhengig av eiendomstype (i noe forskjellig grad), følger den lokale økonomien, mens geografisk gruppering kun identifiserer de økonomiske karakteristikkene (Mueller G., 1993). Det vil dermed være fornuftig å finne forskjellige lokale økonomier for å kunne oppnå en størst mulig diversifiseringseffekt. Dette er i samsvar med Sletvold (2014) uttalelser om at det er relativt få synergier mellom det å eie eiendom med forskjellige beliggenheter. Slik tenker også Søylen Eiendom ved å diversifisere sin portefølje med boligeiendom i Sveits.

Når det kommer til geografisk- og eiendomstypediversifisering er resultatene i teori- og litteraturkapitlet svært blandede. I flere tilfeller er resultatene i USA stikk i strid med resultatene i Storbritannia. Dette kan ha med forskjellige faktorer som blant annet størrelsen på landet og økonomien, noe som ikke gjør dem sammenlignbare i den forstand. Dette gjelder spesielt for Norge som er et svært lite land med relativt liten og ensrettet økonomi, eksponert mot olje (Tuntland, 2014). De regionale økonomiske forskjellene i Norge er dermed relativt små sammenlignet med for eksempel USA og Storbritannia, og på den måten kan Norge betegnes om *en* økonomisk region (Hoesli & MacGregor, 2000). Det er da naturlig å tro at effekten og mulighetene for økonomisk- og geografisk diversifisering er mindre i Norge enn i land som USA og Storbritannia. Resultatene fra casestudiene reflekterer denne påstanden.

Selv om Sletvold (2014) uttalelser seg om at det er relativt få synergier mellom det å eie eiendom med forskjellige beliggenheter er diversifiseringsmulighetene allikevel begrenset. Diversifiseringseffekten overvinnes i følge Sletvold (2014) i NPRO, Tuntland (2014) i Entra og Krefting (2014) i Søylen av effekten av å være lokal ved å være tilgjengelig, samt kjenne markedene man driver sin virksomhet i. For NPRO og Entra er grunnen til at de er i flere forskjellige byer i Norge blant annet historisk betinget, og for Sletvold (2014) og Tuntland (2014) kunne selskapene like gjerne kun vært i Oslo. Oslo er den byen med det tryggeste markedet uansett. Det handler derfor om å rendyrke strategien for å blir god innenfor sitt fagfelt, og det er derfor Entra nå er i en prosess hvor de "renser opp" eiendommer som ikke er i henhold til strategien, altså de fire store byene i Norge. Grunnen til at Entra kan være i de store byene er fordi de har muligheten til å være lokale der, altså tilstede for sine leietakere og direkte kjennskap til markedet. En annen tilleggsfaktor som bidrar til at rendyrking overvinnes diversifisering er kostnadene tilknyttet diversifisering. Disse kostnadene er i følge Hartzell, Hekman og Miles (HHM) høye (Mueller & Ziering, 1992).

Å rendyrke strategien med hensyn til ulike eiendomstyper viser seg også å være mer praktisert enn å diversifisere med bakgrunn på avkastning og risiko. Det er i følge Krefting (2014) en klar fordel å rendyrking enn å diversifisere, fordi hvis man ikke har kunnskap og erfaring innenfor fagfeltet vil man bli utkonkurrert av de som har det. For Søylen Eiendom ville det vært dumt å entre et marked som hotell og lagereiendom, fordi aktørene i disse segmentene allerede er så spesialiserte og profesjonelle at de potensielt ville blitt utkonkurrerte. Kunnskap og erfaring innenfor segmentet man ønsker å være i overvinnes potensielle diversifiseringseffekter i Norge.

Det er også verdt å påpeke at forskningsartiklene som ble presentert i teori- og litteraturkapitlet stort sett er basert på avkastningen til eiendommene. Dette er i følge Sletvold (2014) det samme som å sammenligne epler og pære fordi det ikke tar hensyn til faktorer som for eksempel kvaliteten på bygget. Diversifiseringsartiklene sier også lite om hvor store kostnadene tilknyttet å spre risikoen over ulike områder og eiendomstype er, utenom Eichholtz, Hoesli, MacGregor og Nanthakumaran (1995). Forfatterne mener at kombinasjoner av diversifiseringsmetoder er mer kostbart enn implementering av en enkelt metode, noe som kan være spesielt utfordrende med hensyn til nye aktører eller aktører med mindre eiendomsporteføljer. Dette stemmer også overens med Sletvold (2014) sin utsagn om at det er dyrt og vanskelig å være tilgjengelig når man ikke er lokalt tilstede og at man ikke får muligheten til å utnytte stordriftsfordelen. På den andre siden så er det flere av selskapene som erkjenner at de er tungt eksponert i en eiendomstype i en region. To av eksponeringsrisikoene er økonomiske svingninger og politiske vedtak (Krefting C., 2014).

Det er klare formeninger om leietakerdiversifisering blant casene. Det er for alle fire tilfeller et ønske om å tiltrekke seg store leietakere hvor risikoen for konkurs er liten uavhengig av nasjonalitet. For Søylen Eiendom, Pecunia Eiendom og NPRO er det ikke en klar preferanse for at det må være statlige eller offentlige leietakere selv om disse også er aktuelle. For Entra er det derimot et stort ønske om å fortsatt opprettholde leietakerporteføljen til 80 % statlige og offentlige leietakere, selv om det kan bli utfordrende med hensyn til privatiseringen. Det er uansett stor enighet blant case-selskapene at leietakerne i porteføljen skal ha tilknyttet liten risiko for konkurs. De fire case-selskapene har derfor formet sin strategi deretter. Store leietakere har også den praktiske fordelene ved at det er færre leietakere å forholde seg til.

Alle fire selskaper ønsker også en diversifisert forfallstruktur på leiekontraktene i den totale porteføljen. Det er først og fremst for å spre markedsrisikoen, men også for å hindre risikoen for å ende opp med en portefølje uten leietakere. Det er ikke alltid like lett å finne leietakere man ønsker, så det kan by på utfordringer om alle leiekontraktene skulle avsluttet samtidig. Sletvold (2014) nevner også diversifisert forfallstruktur på de finansielle banklånene for å redusere den totale risikoen.

3.2.2 Cluster

Cluster-tankegang viser seg å være utbredt i de fire selskapene i casekapitlet. I teori- og litteraturkapitlet ble cluster definert, og hvordan cluster-effekten kan oppnås gjennom at deltakerne skal ha lik kjernevirksomhet som gir direkte relasjon gjennom samme marked og kjerneprosesser (Porter M., 1998) (Andersson & et al., 2004). Dette betyr ikke at virksomhetene må representere de samme bransjene, men at det er interaksjon mellom felles kjernevirksomhet. Dette ble illustrert ved blant annet et eksempel fra Gøteborg hvor et teknologicluster ble dannet (Andersson & et al., 2004). Flere av clusterne som eiendomsselskapene i casekapitlet har dannet kan direkte sammenlignes og relateres til dette. Det første eksemplet er Entra Eiendom sitt prosjekt Media City i Bergen. Dette utviklingsprosjektet har samlet TV-, avis og andre type virksomhet (Vizrt) tilknyttet media. Det samme gjelder for NPRO og Aker Brygge i Oslo som er et cluster for advokat-, shipping- og finansielle virksomheter. Selv om disse virksomhetene ikke direkte kan relateres til hverandre så har de felles interesser. Shippingselskaper trenger for eksempel juridisk og finansiell rådgivning og på den måten knyttes sammen og gjør Aker Brygge til en attraktiv klynge.

Det er også interessant å se sammenhengen mellom Porters (1998) og Andersson & et al (2004) teori om clustere, noe som sammenfaller svært godt med casestudiet i denne oppgaven. Porter (1998) mener blant annet at clustere gjerne oppstår rundt offentlig tilbud som universiteter, noe Entrass Media City og Universitetet i Bergen i noen grad kan reflektere. Det samme gjelder for Andersson & et al (2004) sine krav om at selskapene i et cluster må konkurrere for at det skal gi en effekt, noe som også ble nevnt som et svært viktig punkt i pressekonferansen til Media City (NRK, 2014). At clustere er Innovasjonsfremmende er også trukket frem både i teorien og i casene.

Handels-clusteret til Søylen er med på å skape en helhet i Oslo by gjennom flere attraksjoner som shopping og restauranter. Porter mener dette er viktig for å tiltrekke seg riktig kundegrupper. Søylen Eiendom er også med å bidrar til lokal tilstedeværelse gjennom lokal investeringer og samarbeid med offentlig institusjoner som kommunen. Dette, med felles interesser om å skape et riktig miljø for i byen. Det samme gjelder for Andersson & et al (2004) og Porter (1998) argumentasjon om at clustere er delvis drevet av fremtidig potensiell utvikling og styrke, og derfor er evnen til å møte fremtidig etterspørsel en vesentlig faktor for formasjonen. Dette kan også direkte relateres til Media City og Søylen handelsområde.

Det er derfor opp til eiendomsselskap å skape clustere ved riktig kombinasjon av leietaker, samt strategiske oppkjøp av eiendommer, slik at man kan oppnå cluster-effekten. Dette vil gjenspeiles gjennom eiendomsselskapenes bytteverdi i form av leiepriser og markedsverdi. Dette gjelder spesielt for handelseiendom da disse er omsetningsbasert. Utviklingen av leieprisene for handelseiendom på Karl Johan i Oslo, illustrert i figur 13, er et fint eksempel på dette.

3.3 Diskusjon enkelt-eiendom

Undersøkelsene har vist seg å gi nyttige resultater, både for eier og for bruker, som også er i stor grad samsvar med litteraturen som er brukt teori og litteraturkapitlet i denne oppgaven.

Svarene i spørreundersøkelsene for bruker, kombinert med intervjuene gjenspeiles også gjennom eierundersøkelsene. Dette betyr at eier og bruker har flere felles verdiinteresser. Eiendom skal for en bruker fungerer som et sted hvor en organisasjon kan realisere resultater gjennom godt arbeidsmiljø, høy effektivitet og produktivitet. Dette gjelder først og fremst byggets form, tilpasningsdyktigheten, fleksibiliteten, innemiljø, kvaliteten på tekniske anleggene, vedlikehold og relasjonen mellom bruker og eier. Man sitter igjen med et inntrykk av at de overordnede faktorene som beliggenheten og byggets representasjon er de viktigste faktorene ved en eiendom for en bruker. De viktigste underordnede faktorene som tilpasningsdyktigheten, innemiljøet, og de funksjonelle løsningene gjennom tekniske anlegg, samt god relasjon med eier er i bruksfasen er også svært viktig. Alle disse faktorene er med på å skape trivselsfaktoren til en bruker, og derfor de faktorene som eier må fokusere på. Det er dog viktig å være klar over at disse resultatene er basert på brukere av kontorbygg, og ikke andre type næringsbygg og/eller bolig. Det er dog naturlig å tro at mange av faktorene også vil gjelde for andre eiendomstyper da disse er standardiserte (Horn, 2014).

Ved at eier skaper verdi for bruker, så vil eier også oppnå verdi gjennom lange leieavtaler, høye leieinntekter og høy markedsverdi på bygget. Skrevet på en annen måte ved å benytte

seg av verdibegrepene; hvis eier klarer å skape bruksverdi for bruker, til en fornuftig bytteverdi (leiepris, drifts og vedlikeholdskostnader), vil eier selv oppnå bruks- og bytteverdi. Klarer dermed eier å definere hva som gir en leietaker verdi, har eieren en unik mulighet til å selv oppnå verdi. Dette stemmer veldig godt overens med de teoretiske grunnlaget til Spencer & Winch (2002).

Spørreundersøkelsene og intervjuene gir derfor et godt grunnlag for å si seg enig i Eikeland (2008) utsagn:

”Byggverkets verdiskaping for eier avhenger av brukernes virksomhet og verdiskaping, gjennom hele livsløpet”

3.4 Samlet diskusjon og konklusjon

For å illustrere funnene i denne oppgaven og sammenhengen dem i mellom er det best å starte med enkelt eiendom da eiendomsselskapers verdier først og fremst kommer fra selve eiendommene. Ved at eier skaper verdi for bruker, så vil eier også oppnå verdi gjennom lange leieavtaler, høye leieinntekter og høy markedsverdi på bygget. Skrevet på en annen måte ved å benytte seg av verdibegrepene; hvis eier klarer å skape bruksverdi for bruker, til en fornuftig bytteverdi (leiepris, drifts og vedlikeholdskostnader), vil eier selv oppnå bruks- og bytteverdi. Det er derfor opp til eier å møte leietakeren sine behov på dette nivået for å optimalisere verdien på enkelt-eiendommene. Det er dog viktig å være klar over at disse resultatene er basert på brukere av kontorbygg, og ikke andre type næringsbygg og/eller bolig. Det er dog naturlig å tro at mange av faktorene også vil gjelde for andre eiendomstyper da disse er standardisert.

Selskaper har gjerne flere eiendommer som er samlet i selskapets eiendomsportefølje. For å optimalisere verdien til hele selskapet hjelper det derfor ikke kun å møte leietakerens behov. Det handler om å bygge opp en hel portefølje med fornøyde leietakere gjennom strategisk plassering av de ønskede eiendomstypene, med riktig type leietakere og forfallstruktur som er i henhold til den overordnede strategien. I teori- og litteraturkapitlet ble det diskutert geografisk diversifisering og diversifisering basert på eiendomstyper i USA og Storbritannia, noe som ga blandede resultater uten klare konklusjoner om hvilken diversifiseringsmetode som er best. Resultatene viste dog at økonomisk diversifisering, som baseres på å spre eiendommer i forskjellige økonomiske regioner, ga større diversifiseringseffekt enn for geografisk diversifisering. I et land som Norge som har en relativt liten og ensrettet økonomi og dermed kan betegnes som en økonomisk region, er det gjennom funnene i casene vist at diversifiseringsmulighetene overvinnes av det å være lokal ved å kjenne markedet samt å være tilgjengelig for leietakerne. Har et eiendomsselskaper ikke muligheten til dette burde man derfor rendyrke strategien og bli god på et marked i en eiendomstype, noe som vil gi eier større bytteverdi. En annen måte som kan bidra til optimalisering av verdien av et eiendomsselskap er cluster-tankegang. Å samle sammen leietaker med lik kjernevirksomhet i et geografisk område, samt oppkjøp av eiendommer med strategisk plasseringen slik at man får kontroll over markedet vil skape en attraktivitet av et bredere spekter av leietakere som igjen vil øke bytteverdien til selskapet. En eier av et eiendomsselskap burde derfor tilrettelegge for en slik mulighet og bidra til å bygge opp clustere.

For selskaper på børs eller selskaper med flere eiere er det enda større krav til optimalisering av verdi. Da har man kundene på den ene siden og investorer (eiere) på den andre. Et børsnotert selskap må for eksempel derfor ta ekstra hensyn til to ulike parter. Rendyrking av eiendomsstrategien viser seg å være enda viktigere i disse tilfellene på bakgrunn av investorer ønsker klar og tydelig strategi. Investorer har selv bedre diversifiseringsmuligheter i mer likvide markeder som aksje og obligasjoner.

For at eiendomsselskaper skal optimalisere verdien er det viktig at beslutninger blir tatt i henhold til den overordnede strategien. Dette gjelder for portefølje- og enkelt-eiendomsnivå. Kjøp og salg av eiendommer samt drift og vedlikehold må derfor vurderes opp mot strategien og dette gjøres gjennom en aktiv porteføljetilnærming. Ved en aktiv porteføljetilnærming går ledelsen av selskapet jevnlig gjennom porteføljen og vurderer den opp mot de strategiske retningslinjene. Om noe ikke passer inn i henhold til strategien vil det gjennom en aktiv porteføljetilnærming bli gjennomført tiltak som for eksempel å kjøpe og selge eiendommer.

Det ble også stil spørsmål til intervjuobjektene om hvorvidt de tror at de har en like ledendemarkedsposisjon om 5 år. Noen av svarene var følgende:

Carl Erik Krefting (2014) mener at Søylen Eiendom har en

”enda mer ledende markposisjon om 5 år fordi de kjøper enda flere eiendommer i det området som selskapet satser på. Vi får tak i flere og flere leietakere i de kategoriene som Søylen er ute etter, slik at de få konkurrentene som er igjen ikke vil utgjøre noen trussel”

Klaus-Anders Nysteen (2014) tror også Entra vil ha en enda mer ledende posisjon om 5 år ved

”at vi i dag har en helt unik posisjon med den rette strategien, de rette menneskene og ser ingen grunn til å ikke lykkes da vi vet hvilke forbedringer som vi må ta tak i”

Hans Thomas Knudtzon (2014) ser heller ikke noen grunn til at de ikke skal holde på den posisjonen de har per dags dato fordi de er

”så opptatt av det vi driver med, samtidig som vi har masse spennende planer”

For å optimalisere verdiene til eier av et eiendomsselskap i Norge, må man derfor rendyrke strategien i henhold til kunnskapen, erfaringen og tilgjengeligheten, ta beslutningene i henhold til den overordnede strategien, fremme cluster-effekten for sine leietakere og møte leietakerne sine behov.

3.4.1 Forslag til videre forskning

Denne oppgaven har tatt for seg et bredt spekter av temaer, hvor målet har vært å definere verdi for eier av et eiendomsselskap. Flere resultater er funnet, og noen av disse burde man sett nærmere på. For strategidelen av denne oppgaven vil videre og bredere forskning om strategidannelse være naturlig. Det ble kun gjennomgått en modell i denne oppgaven og derfor muligheter for at andre modeller passer bedre for et eiendomsselskap. Videre undersøkelser om den faktiske diversifiserings- og cluster-effekten i Norge er anbefalt som videre forskning. Flere av intervjuobjektene mener at Norge ikke kan nok om dette sammenlignet med utlandet. Undersøkelser om dagens avkastningskrav i eiendom er i

henhold til investorenes forventninger burde gjennomføres for å finne de store svarene på denne problemstillingen. På enkelt-eiendomsnivå vil det være naturlig å se på forskjellen mellom verdibegrepene til andre typer næringseiendommer og boliger, samt forskjellene mellom verdibegrepet for privat og offentlig sektor, da de ulike aktørene i de forskjellige sektorene har forskjellig strategier og krav.

Referanseliste

- Andersen, I. (2009). *Den Skinbarlige Virkelighet* (Vol. 4). Forlaget Samfundslitteratur.
- Andersen, M. (2013). Verdi i enkelt-eiendom for bruker. *Daglig leder i Amedia*.
- Andersson, T., & et al. (2004). *The Cluster Policies Whitebook*. Thomas Andersson, Sylvia Schwaag Serger, Jens Sorvik, Emily Wise Hansson.
- Barney, J. (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Hentet fra [http://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202013/Barney%20\(1991\).pdf](http://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202013/Barney%20(1991).pdf)
- Bjørberg, S. (2013). Verdi i enkelt-eiendom for bruker. *Multiconsult*.
- Bjørberg, S., & Larsen, A. (2007). *Livsløpsplanlegging og tilpasningsdyktighet i bygninger*. Multiconsult.
- Bogner, W., & Thomas, H. (1994). Hentet fra Core Competence and Competitive Advantage: <https://www.ideals.illinois.edu/bitstream/handle/2142/28969/corecompetence92174bogn.pdf?sequence=1>
- Bowman, C., & Ambrosini, V. (2000). Value Creation Versus Value Capture.
- Businessdictionary. (2014). *www.businessdictionary.com*. Hentet fra <http://www.businessdictionary.com/definition/business-portfolio.html>
- BusinessDictionary. (2014). *www.businessdictionary.com*. Hentet fra <http://www.businessdictionary.com/definition/strategy.html>
- Chandler, A. (1962). "Strategy + Structure" og "Historical Setting". I A. Chandler, *Strategy and Structure*.
- Collis, J., & Hussey, R. (2009). *Business Research, A Practical Guide for Undersgraduate & Post Graduate Students* (Vol. 3). Palgrave Macmillan.
- Deloitte. (2012). *Børsnotering, Veien mot børs og krav til selskapet etter notering*.
- Det Store Norske Leksikon. (2007). *snl.no*. Hentet fra <http://snl.no/markedsverdi>
- Dobbs, M. E. (2012). *Porter's Five Forces in Practice: Templates for Firm an Case Analysis*. Eastern Illinois University.
- Eichholtz, P., Hoesli, M., MacGregor, B., & Nanthakumaran, N. (1995). *Real estate portfolio diversification by property type and region*. University of Lumburg, University og Geneva, University of Aberdeen.
- Eikeland, P. (2008). *Kommunen som huseier*. Hentet fra <http://netmac1.dibk.no/beweb/info/bedag/2008/presentasjoner/22Eikeland.pdf>
- Emerald Insight . (2012). Real estate investment decision making - a review.
- Entra Eiendom. (2012). *www.entra.no*. Hentet fra http://entra.no/no/Finansiell-informasjon/aarsrapport_2011/Var-virksomhet/Eiendomsportefoljen/
- Entra Eiendom. (2013). *Delårsrapport kvartal 3 2013*. Årsrapport, Styret.
- Entra Eiendom. (2013). *Årsrapport for 2012*. Årsrapport, Styret.
- Entra Eiendom. (2014). *Årsrapport for 2013*. http://www.entra.no/Global/Entra.no/%C3%85rsrapporter/2013/Entra_aarsrapport_2013_4.pdf. Entra Eiendom.
- Everett, E. L., & Furseth, I. (2012). *Masteroppgaven, Hvordan begynne - og fullføre* (Vol. 2). Universitetsforlaget.
- Farragher, E. J., & Savage, A. (2008). *An Investigation of Real Estate Investment Decision-Making Practices*. Journal of Real Estate Practice and Education.
- Finanstilsynet. (2009). *Verdsettelse av investeringseiendom*.

- Fjellestad, K. (2013, Oktober). Administrerende Direktør i Furuholmen Eiendom AS.
- Groth, P. (2013, November). Administrerende Direktør i Aspelin Ramm Eiendom AS. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- Hargitay, S. E., & Yu, S.-M. (1993). *Property Investment Decisions*. (T. & e-Library, Red.) E & FN SPON.
- Hartzell, D. J., Shulman, D. G., & Wurtzebach, C. H. (1987). Refining the analysis of regional diversification for incom-producing real estate.
- Hjelmbrekke, H. (2013). *Eiendomsledelse i et strategisk perspektiv There is nothing as practical as a good theory! There is nothing as practical as a good theory!*
- Hoesli, M., & MacGregor, B. (2000). *Property investment : principles and practice of portfolio management*. Harlow.
- Horn, S. (2014, April). Regionsdirektør Oslo Sentrum i Entra Eiendom. *Intervju om enkelt-eiendomsdriften*. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- ICMA. (2014). www.icma.org. (I. International, Produsent) Hentet fra http://www.icma.org/en/international/resources/insights/Article/101968/ClusterBased_Economic_Development_Strategies
- Investopedia. (2014). www.investopedia.com. Hentet fra <http://www.investopedia.com/terms/p/price-sensitivity.asp>
- Investopedia. (2014). www.investopedia.com. Hentet fra <http://www.investopedia.com/terms/b/bottomupinvesting.asp>
- Investopedia. (2014). www.investopedia.com. Hentet fra <http://www.investopedia.com/terms/a/arms-length-market.asp>
- Investopedia. (2014). www.investopedia.com. Hentet fra <http://www.investopedia.com/terms/t/topdowninvesting.asp>
- Investopedia. (2014). www.investopedia.com. Hentet fra <http://www.investopedia.com/terms/p/portfolio.asp>
- Knudtzon, H. (2014, April). Porteføljeintervju med Pecunia. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- Knudtzon, H. T. (2013, November). Vise administrerende direktør i Pecunia Eiendom AS. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- Krefting, C. (2014). Porteføljestrategi i Søylen Eiendom. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- Krefting, C. E. (2013, November). Chairman/Founding Partner i Søylen Eiendom. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- Kristiansen, B. F. (2013). *Modeller for verdivurdering av eiendommer*. Forelesning, Multiconsult AS.
- Langdridge, D. (2011). *Psykologisk forskningsmetode: En innføring i kvalitative og kvantitative tilnærminger* (Vol. 2). Tapir Akademisk Forlag.
- Lee, H., Kim, M.-S., & Park, Y. (2011). *An analytic network process approach to operationalization of five forces model*. Seoul National University of Science and Technology, Hankuk University of Foreign Studies.
- Lee, S., & Stevenson, S. (2000). *Real Estate Portfolio Construction and Estimation Risk*.
- Levišauskaite, K. (2010). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Vytautas Magnus University .
- Magretta, J. (2011). *Harvard Business Review*. Hentet fra <http://blogs.hbr.org/2011/12/five-common-strategy-mistakes/>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. I V. 7.-9. The Journal of Finance.
- Mintzberg, H. (1978). *Patterns in Strategy Formation*. McGill University, Desautels Faculty og Management. Management Science.

- Morell. (1993). *Value-weighting and the Variability of Real Estate Return: Implications for Portfolio Construction and Performance Evaluation*. The Journal of Property Research.
- Mueller, G. R. (1993). *Refining Economic Diversification Strategies*. The Journal of Real Estate Research.
- Mueller, G. R., & Ziering, B. A. (1992). *Real Estate Portfolio Diversification Using Economic Diversification*. Journal of real estate research.
- Mueller, G., & Ziering, B. (1992). *Real Estate Portfolio Diversification Using Economic Diversification*. The Journal of Real Estate Research.
- NASDAQ. (2014). www.nasdaq.com. Hentet fra <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/p/passive-portfolio-strategy>
- NCREIF. (2014). www.ncreif.org. Hentet fra <http://www.ncreif.org/about.aspx>
- Nestor, P. G., & Schutt, R. K. (2012). *Research Methods in Psychology* (Vol. 1). Sage.
- NHD. (2011). www.regjeringen.no. Hentet fra <http://www.regjeringen.no/pages/16193771/PDFS/STM201020110013000DDPDFS.pdf>
- Norsk Eiendom. (2013). www.noieiendom.no. Hentet fra <http://www.noieiendom.no/category.php?categoryID=47>
- NPRO. (2014). *Kvartalspresentasjon Q1 2014*. Norwegian Property.
- NRK (Forfatter), & Nrk (Regissør). (2014). *Bygger unik medieby til 1,5 milliarder* [Film].
- NS3422. (1994). *Beskrivelsestekster for drift, vedlikehold og fornyelse av bygg og anlegg*.
- Nysteen, K.-A. (2014, April). Administrerende direktør. *Intervju om Strategien til Entra Eiendom*. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- Nærings- og Fiskeridepartementet. (2012). *Entra Holdings AS*. Hentet fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/kampanjer/statens-eierberetning2012/selskapsomtale/entra-holding-as.html?id=727263>
- OxfordDictionaries. (2014). www.oxforddictionaries.com. Hentet fra <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/strategy>
- Parker, D. (2010). *REIT Investment Decision Making: A Multi Step Process?* University of South Australia, Visiting Fellow, University of Ulster.
- Porter, M. E. (1996). What is Strategy? . *Harvard Business Review*.
- Porter, M. E. (1998). *Clusters and the new economics of competition*. Harvard Business Review.
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shapes strategy.
- Portfoliomanagement. (2014). www.portfoliomanagement.in. Hentet fra <http://www.portfoliomanagement.in/active-portfolio-management-strategy.html>
- Random House. (2014). *dictionary.reference.com*. Hentet fra <http://dictionary.reference.com/browse/strategy?s=t>
- Reilly, J. W. (2000). *The language of real estate*. Diana Faulhaber.
- Samset, K. (2013). *Forskningsmetode*. IVT/BAT.
- Sharpe, W. (1990). *Capital Asset Prices with and without Negative Holdings*.
- Shen, G. Q. (2013, Oktober). Rethinking Value Management in Construction. *Department of Building and Real Estate, Hong Kong Polytechnic University*.
- Shilton, L., & Stanley, C. (1995). *Spatial Filtering: Concentration or Dispersion of NCREIF Institutional Investment*. The Journal of Real Estate.
- Sletvold, S. (2014, april). Norwegian Property: Intervju om portefølje. *Direktør transaksjoner*. (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- snl. (2014). www.snl.no. Hentet fra <http://www.snl.no/konkurranse%2F%C3%B8konomi>

- snl. (2014). *www.snl.no*. Hentet fra http://snl.no/forskningsmetoder_i_psykologien
- snl. (2014). *www.snl.no*. Hentet fra http://snl.no/Michael_Porter
- SNL. (2014). *www.snl.no*. Hentet fra <http://snl.no/eiendom>
- Souza, L. A. (2014). *MODERN REAL ESTATE PORTFOLIO MANAGEMENT (MREPM)*.
Special Research Consultant, BRE Properties, Inc. Doctoral Candidate, Corporate Finance, Golden Gate University, http://the-commercial-group.com/uploads/3_Real%20Estate%20Portfolio%20Theory-Management.pdf.
- Spencer , N., & Winch, G. (2002). *How buildings add value for clients*. Construction Industry Council and Manchester Centre for Civil and Construction Engineering. Thomas Telford Publishing.
- ssb. (2014). *www.ssb.no*. Hentet fra <http://www4.ssb.no/ItemsFrames.asp?ID=4386037&Language=nb>
- Stier. (2010). *Moderne Ansätze im Immobilienportfoliomanagement*.
- Støre-Valen, M., & Bjørberg, S. (2013). *Bygg og eiendomsforvaltning*. Hentet fra TBA4176, Eiendomsforvaltning og Utvikling, NTNU: Gjennom www.itslearning.com
- Søylen Eiendom. (2014). *Søylen Eiendom: The retail market in Norway - What does it take to succeed?* Fremføring, Carl Erik Krefting.
- The Nobel Foundation. (1990). *www.nobelprize.org*. Hentet fra http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1990/markowitz-bio.html
- Tuntland, E. (2014, April). Investeringssjef i Entra Eiendom. *Intervju av porteføljen til Entra Eiendom* . (N. B. Knudtzon, Intervjuer)
- University, C. (2014). *www.clarke.edu/*. Hentet fra <http://www.clarke.edu/page.aspx?id=4278>
- Williams, K. (2009). *Strategic Management*. Essential Managers.
- Yin, R. (2003). *Case Study research: Design and Methods*. Thousand Oaks, 3rd edition.

Vedlegg

Vedlegg som er relevante for oppgaven:

Vedlegg 1: Intervjugal Strategi

Vedlegg 2: Intervjugal Portefølje

Vedlegg 3: Kart over 4-regionfordeling

Vedlegg 4: Kart over 8-regionfordeling

Vedlegg 5: Oversikt over fordelingen av økonomisk diversifisering

Vedlegg 1- Intervju Strategi

Intervju med, Oslo den 28.04.2014

Målet for samtalen:

- Få et overordnet blikk av forretningsstrategien til, og hvordan denne er dannet.
- Forstå hvordan strategien implementeres nedover i selskapet med fokus på porteføljer og enkelt eiendommene.

1. Hva er sin forretningsstrategi? (fokus på porteføljer og enkelteiendom)
2. Hvorfor?
3. Hvordan har dere kommet frem til den/hva er den basert på?
4. Hvor ofte vurderer dere strategien?
5. Hvordan implementeres strategien inn i selskapet?
6. Hvordan er fremgangsmåten når en beslutning skal tas, eks kjøp og salg av eiendom?
7. Hvem tar/er med på slike beslutninger? Inkluderer dere driftsansvarlige og porteføljeansvarlige i denne prosessen?
8. Vurderer dere disse opp mot strategien?
9. Hva er viktig når dere tar slike beslutninger?
10. Føler du at betydningsfulle beslutninger blir tatt i henhold til strategien i hele selskapet, uansett "nivå"? Sagt på en annen måte: Mener du at de driftsansvarlige og porteføljeansvarlige handler etter strategien?
11. Tror du har en like ledende markedsposisjon om 5 år? Hvorfor?

Vedlegg 2- Intervju Portefølje

Intervju med, Oslo den 29.04.2014

Målet for samtalen:

- Forstå sin porteføljeoppbygning
- Skjønne hvordan og hvilke diversifiseringsmetoder bruker, samt hvorfor disse metodene er valgt.
- Diskutere cluster-bruken til
- Kunne vurdere om porteføljebeslutninger skjer i henhold til den overordnede strategien.

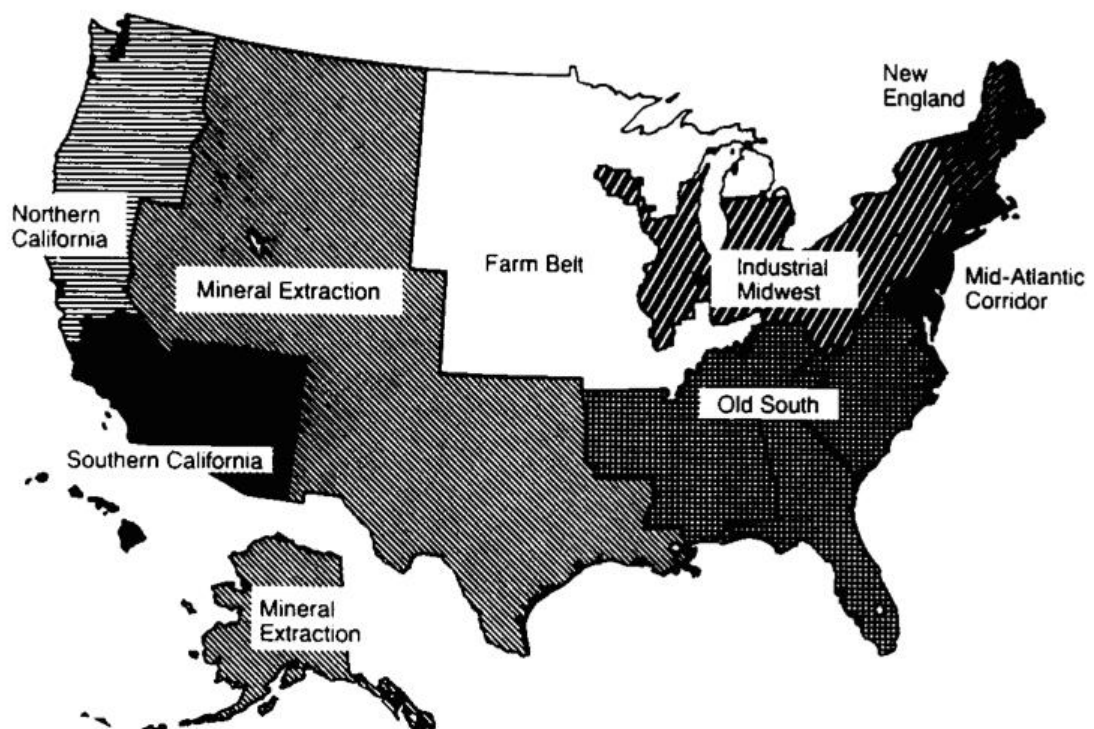
1. Hva ersin porteføljestrategi?
2. Diversifiserer dere porteføljene deres? Og hvorfor?
3. Hvordan diversifiserer dere/hvilke diversifiseringsmetoder bruker dere? Spesifikke analysemetoder?
4. Hvordan planlegger og konstruerer dere porteføljene deres?
5. Er cluster-tankegang brukt?
6. Hvor ofte går dere gjennom/vurderer dere porteføljen deres?
7. Har dere en aktiv eller passiv porteføljepolitikk?
8. Hvordan vil du beskrive risikoprofilen til porteføljen, med hensyn til diversifisering, investert kapital, forventet inntjening, likviditet, leietakere, leieavtaler etc?
 - a. Risk loving
 - b. Risk neutral
 - c. Risk averse
9. Gjenspeiler risikoen til porteføljen avkastningen deres?
10. Hva er sin forretningsstrategi?
11. Hvem tar beslutningene/avgjørelsene med hensyn til porteføljen?
12. Mener du at disse beslutningene er i henhold til den overordnede strategien?
13. Tror du Entra har en like ledende markedsposisjon om 5 år? Hvorfor?

Vedlegg 3- Kart over 4-regionfordelingen



Source: National Council of Real Estate Investment Fiduciaries

Vedlegg 4- Kart over 8-regionfordelingen



Source: Salomon Brothers

Vedlegg 5- Oversikt over fordelingen av økonomisk diversifisering

Diversified	Farm	Fire	Government	Manufacturing
Albuquerque	Bellingham	Anaheim	Albany	Akron
Alton & Granite	Chico	Bloomington, IL	Ann Arbor	Allentown
Baton Rouge	Dubuque	Des Moines	Austin	Aurora & Elgin
Beaver County	Eau Claire	Hartford	Baltimore	Bridgeport
Birmingham	Johnson City	New York	Columbia, SC	Charlotte
Boulder	Joplin	Phoenix	Columbus	Cincinnati
Buffalo	Lexington	San Francisco	Dayton	Cleveland
Du Page	McAllen		Galveston	Detroit
Fort Lauderdale	Merced		Raleigh & Durham	Gary & Hammond
Fort Worth	Modesto		Richmond	Grand Rapids
Hamilton	Ocala		Sacramento	Greensboro
Harrisburg	Oxnard		Salt Lake City	Greenville
Indianapolis	Richland		Trenton	Milwaukee
Joliet	Santa Rosa		Washington	Minneapolis
Kansas City, KS	Stockton			New Bedford
Little Rock	St. Cloud			Providence
Los Angeles	Yakima			Rochester
Louisville	Yuba City			San Jose
Manchester				Scranton
Middletown				Seattle
Mobile				St. Louis
New Haven				Wilmington
Oakland				Worcester
Orlando				Youngstown
Portland				
Riverside				
Springfield				
Syracuse				
Tampa				
Toledo				
Tucson				
Vancouver				
Military	Mining	Service	Transportation	
Charleston	Bakersfield	Atlantic City	Atlanta	
El Paso	Dallas	Boston	Bergen & Passaic	
Honolulu	Denver	Las Vegas	Chicago	
Jacksonville	Houston	Philadelphia	Essex & Union	
Lake County	New Orleans	Pittsburgh	Jersey City	
New London	Oklahoma City	Reno	Kansas City, MO	
Norfolk	Tulsa		Memphis	
Omaha	Wichita		Miami	
Orange County			Middlesex	
San Antonio			Nashville	
San Diego			Nassau	
Tacoma				

*Location Quotients do change over time causing cities to move from one EBC to another—however this is infrequent.