

UNIVERSITETET FOR MILJØ- OG BIOVITENSKAP



Forord

Denne masteroppgaven er skrevet ved Handelshøgskolen ved Universitetet for Miljø- og biovitenskap. Masteroppgaven er avsluttende del av de to siste årene av siviløkonomiutdanningen. Etter fullført bachelorgrad i økonomi og administrasjon, fra henholdsvis Høgskolen i Østfold (HiØ) og Høgskolen i Oslo (HiO), valgte vi økonomistyring som hovedprofil ved Handelshøgskolen UMB. I tillegg har Lill Andrea finans som delprofil, og Stine har delprofil i administrasjon og ledelse.

Vi har valgt et todelt fagfeltsfokus, ved å kombinere innsikt i eiendomsutviklingsbransjen med et teoretisk utgangspunkt innenfor økonomistyring. Dette har forhåpentligvis gitt oppgaven vår særpreg. Oppgaven omhandler eiendomsutvikling i et verdikjedeperspektiv, og vi har sett på HAV Eiendom AS sin rolle som eiendomsutvikler i Bjørvika-området. Oppgaven skrives med oppfølging av HAV Eiendom AS. Eiendomsutvikling var et ukjent fagfelt for oss, da vi startet arbeidet med oppgaven høsten 2011, og prosessen kan beskrives som meget lærerik. Vi vil oppsummere arbeidet med denne oppgaven som interessant og utfordrende.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår hovedveileder Kjell Gunnar Hoff for god veiledning og konstruktive tilbakemeldinger. Vi vil også takke Sølve Bærug, vår biveileder fra Institutt for landskapsplanlegging ved UMB, som har kommet med gode eiendomsrelaterte innspill. I oppgaven har vi intervjuet seks eiendomsaktører, og vi er takknemlige for deres engasjement. Vi vil også benytte anledningen til å takke HAV Eiendom AS for god oppfølging og tilgang på intern informasjon. Spesielt vil vi takke Bernt Nordby Skøien, økonomisjef i HAV Eiendom AS, som har vært en meget god støttespiller.

Handelshøgskolen ved Universitetet for miljø- og biovitenskap
Ås, 12.12.2011

Lill Andrea Just Aas

Stine Langerud Solem

Sammendrag

I 1999 vedtok Stortinget å bygge en ny opera lokalisert i Bjørvika. Oslo Havn KF var på dette tidspunktet en av de store grunneierne i Bjørvika-området. Vedtaket om lokalisering av ny opera medførte et behov for å omregulere arealer i havneområdet til andre formål. Reguleringsplanen S-4099, for Bjørvika - Bispevika – Lohavn, ble vedtatt av Oslo bystyre 27.08.2003. Bjørvika-området vil ved ferdigstilling prege byrommet i Oslo betraktelig.

HAV Eiendom AS (heretter omtalt som HAV) er datterselskap av Oslo HAVN KF og ble stiftet 07.04.2003. I dag er HAV den største tomteeieren i Bjørvika. HAV ble opprettet med det formål å forvalte Oslo HAVN KF sine tidligere havnetomter og bidra til en god byutvikling. I dag er de overordnede grepene for utviklingen av området fastsatt (høyder og volum). Praksisen til i dag har vært at HAV jobber med detaljregulering. HAV har mulighet til å posisjonere seg fasene i verdikjeden for eiendomsutvikling, uavhengig av det enkelte prosjekt.

Vi har valgt å skrive om HAV og deres posisjon som eiendomsutvikler i Bjørvika, i et verdikjedeperspektiv for eiendomsutvikling, med fokus på avkastning og risiko. Vår overordnede problemstilling er: *"Hvilke momenter er aktuelle for HAV Eiendom AS å kartlegge ved valg av posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling i Bjørvika-området?"* I tillegg har vi utarbeidet tre delproblemstillinger.

Vår utredning er besvart gjennom en kvalitativ og eksplorerende casestudie. Det er innhentet data gjennom dybdeintervjuer med seks eiendomsaktører som til sammen utgjør hele rolle- og aktivitetsspekteret innenfor verdikjeden for eiendomsutvikling. Vi har også benyttet eksisterende teori om eiendomsutvikling og verdikjedeanalyse. I tillegg er det benyttet relevant skriftlig materiale fra HAV. Gjennom intervjuene med de ulike eiendomsaktørene søkte vi spesielt å finne svar på forhold knyttet til verdikjeden for en eiendomsutvikler, beregning og fastsettelse av avkastningskrav, og kartlegging av de mest kritiske risikofaktorene.

Utredningen avdekket åtte momenter som er aktuelle for HAV å kartlegge, disse åtte er: 1 Avkastning, eierstrategi og grunnlag for verdiskapning, 2 Byutvikling, 3 Joint ventures, 4 Makrobildet, 5 Medias makt, 6 Politikkenes rolle, 7 Risikoprofil og 8 Utgangstrategier.

Abstract

The Norwegian Parliament, Stortinget, adopted in 1999 to construct a new Opera House located in Bjørvika. This decision led to a need to re-zone areas from earlier port purposes. Oslo Havn KF was at this time one of the main landowners of the Bjørvika area. The current zoning plan S-4099, for Bjørvika –Bispevika - Lohavn, was adopted by the City Council on August 27th 2003. Bjørvika is the largest urban development projects in modern times in Norway.

HAV Eiendom AS (referred as HAV) is the subsidiary of Oslo Havn KF and was established in 2003. Through its ownership, HAV is responsible for the development of the former harbour area in Bjørvika, and the company's ambition is to participate actively in the development of this part of *Fjordbyen Oslo*. Today, the overall guidelines for the development of the area have been determined (height and volume). HAV's role in real estate development has been mainly project development and planning application. HAV's strategy plan (2010) enables the company to do real estate development through out the value chain. We have chosen to write about HAV and their position as a real estate developer in Bjørvika, within a value chain perspective for real estate development focusing on risk and return. The reports main issue is: *"What factors are relevant for HAV Eiendom AS to identify, in the choice of positioning in the value chain for real estate development, in the Bjørvika area?"* In addition, we have prepared three sub issues.

The question is examined using a qualitative and exploratory case study. The data is obtained through in-depth interviews with six real estate companies, which represent the entire spectre of roles and activities within the value chain. Through the interviews we especially wanted to find answers related to the value chain for real estate developers, calculation and determination of yield, and to survey the most critical risk factors. We have also used existing theory of real estate development and value chain analysis. In addition, relevant material from HAV has been utilized.

The report revealed eight moments which are within HAV's interest to survey, which is: 1 Performance, owner strategy and basis for value creation, 2 Urban development, 3 Joint ventures, 4 Macroeconomic factors, 5 Power of the media, 6 Policy role, 7 Risk profile and 8 Exit strategies.

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	BAKGRUNN FOR VALG AV OPPGAVE	1
1.2	OPPGAVENS AKTUALITET	2
1.3	FORSKNINGSSPØRSMÅL	4
1.4	AVGRENSNING	5
1.5	KORT OM LITTERATURGJENNOMGANG OG METODE	6
1.6	OPPGAVENS OPPBYGNING	6
2	CASET HAV EIENDOM AS	6
2.1	HAV EIENDOM AS	6
2.2	EIERFORHOLD I HAV EIENDOM AS	8
2.3	HAV EIENDOM AS – AKTUALITET OG ROLLE	8
2.4	ORGANISASJONSSTRUKTUR OG KOMPETANSEBESITTELSE	10
3	LITTERATUR	11
3.1	STRATEGISK ØKONOMISTYRING	11
3.2	VERDIKJEDE	12
3.2.1	<i>Konkurransefortrinn</i>	12
3.2.2	<i>Verdiaktiviteter</i>	13
3.2.3	<i>Verdikjedeanalyse</i>	15
3.3	EIENDOMSUTVIKLING	17
3.3.1	<i>Hva er eiendomsutvikling?</i>	17
3.3.2	<i>Faser i eiendomsutvikling, Miles et al. (2000)</i>	18
3.3.3	<i>14 faser i eiendomsutviklingsprosessen, Birrel og Bin (1997)</i>	21
3.4	AVKASTNING OG RISIKO	24
3.4.1	<i>Avkastning</i>	24
3.4.2	<i>Risiko</i>	26
4	METODE	30
4.1	FORBEREDELSE	30
4.1.1	<i>Forskningsdesign</i>	30
4.1.2	<i>Casedesign</i>	31
4.2	DATAINNSAMLING	32
4.2.1	<i>Valg av metode</i>	32

4.2.2	<i>Utvelgelse av informanter</i>	33
4.2.3	<i>Datainnsamling</i>	34
4.3	DATAANALYSE	34
4.4	RAPPORTERING	35
4.4.1	<i>Etiske hensyn</i>	35
4.4.2	<i>Evaluering av undersøkelsen</i>	36
4.4.3	<i>Refleksjon</i>	37
5	BAKGRUNNSMATERIALET FOR ANALYSE	38
5.1	INTERVJUGUIDEN MED EGEN UTARBEIDET VERDIKJEDEMODELL	38
	MODELLENE – FRA OVERORDNET FASEINDELING TIL VERDIKJEDE FOR EIENDOMSUTVIKLING	38
5.2	RESPONS	42
5.3	INFORMANTENE OG DERES ROLLE I EIENDOMSBRANSJEN	44
5.3.1	<i>Oppsummerende datainnsamling</i>	49
6	ANALYSE OG DRØFTING AV FUNN	52
6.1	ANALYSE DEL 1: FASER I VERDIKJEDEN FOR EIENDOMSUTVIKLING	52
6.1.1	<i>HAV Eiendom AS sitt kjerneområde(r)</i>	53
6.1.2	<i>Generelt om verdikjeden</i>	54
6.1.3	<i>Verdiskapning i fasene i verdikjeden for eiendomsutvikling</i>	58
6.2	ANALYSE DEL 2: AVKASTNING	60
6.2.1	<i>Beregning av avkastningskrav</i>	61
6.2.2	<i>Avkastningskrav, konkrete mål</i>	63
6.2.3	<i>Avkastning knyttet til fasene i verdikjeden, og til ulike segmenter</i>	64
6.2.4	<i>Oppgitte avkastningskrav sett opp i mot selskapenes årsrapporter</i>	66
6.2.5	<i>Bruk av yield</i>	71
6.3	ANALYSE DEL 3: RISIKO	72
6.3.1	<i>Risikohåndtering</i>	73
6.3.2	<i>Kritiske risikotyper, rangering/ tallfesting</i>	75
6.4	ANALYSE DEL 4: MOMENTER SOM ER AKTUELLE FOR HAV EIENDOM AS Å KARTLEGGE VED VALG AV POSISJONERING I VERDIKJEDEN FOR EIENDOMSUTVIKLING I BJØRVIKA	81
6.4.1	<i>Avkastning, eierstrategi og grunnlag for verdiskapning</i>	82
6.4.2	<i>Byutvikling</i>	85
6.4.3	<i>Joint Ventures (JV) – samarbeid i prosjektsammenheng</i>	88

6.4.4	<i>Makrobildet</i>	91
6.4.5	<i>Medias makt</i>	94
6.4.6	<i>Politikkens rolle</i>	95
6.4.7	<i>Risikoprofil</i>	98
6.4.8	<i>Utgangsstrategier</i>	101
7	KONKLUSJON – A WALK THROUGH THE VALUE CHAIN	104
7.1	OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 1 FASER I VERDIKJEDEN FOR EIENDOMSUTVIKLING	105
7.2	OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 2 AVKASTNING	106
7.3	OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 3 RISIKO.....	107
7.4	OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 4 MOMENTER.....	108
7.5	OPPGAVENS STYRKER OG SVAKHETER.....	111
7.6	FOR VIDERE FORSKNING	111
8	REFERANSER	113
9	VEDLEGG	119
9.1	VEDLEGG 1 REGULERINGSKART SOM VEDLEGG TIL REGULERINGSPLAN S-4099	119
9.2	VEDLEGG 2 INTERVJUGUIDEN	120
9.2	VEDLEGG 3 INTERVJUREFERATENE	121
9.2.1	<i>Intervju 1 Norwegian Property ASA</i>	121
9.2.2	<i>Intervju 2 Tjuvholmen KS</i>	126
9.2.3	<i>Intervju 3 Eiendomshuset Malling & Co</i>	131
9.2.4	<i>Intervju 4 Stor-Oslo Prosjekt AS</i>	134
9.2.5	<i>Intervju 5 Oslo S Utvikling (OSU) AS</i>	139
9.2.6	<i>Intervju 6 Veidekke Eiendom AS</i>	143

Figurliste

FIGUR 1 IGANGSATTE BOLIGER, 1983-2010 (SSB 2011)	2
FIGUR 2 EIERFORHOLDENE I HAV EIENDOM AS	8
FIGUR 3 ORGANISASJONSKART HAV EIENDOM AS.....	10
FIGUR 4 DEN GENERELLE MODELLEN FOR DEN UTVIDEDE VERDIKJEDEMODELLEN (HOFF ET AL. 2009 s. 65) 13	
FIGUR 5 FASER I EIENDOMSUTVIKLING (MILES ET AL. 2000 s. 6)	18
FIGUR 6 SAMMENDRAG AV FORSKNINGSPROSESSEN (JOHANNESSEN ET AL. 2010 s. 34)	30
FIGUR 7 UTARBEIDET MODELL - FASEINNDELING FOR EIENDOMSUTVIKLING	39
FIGUR 8 UTARBEIDET VERDIKJEDE FOR EIENDOMSUTVIKLING (VEDLEGG TIL INTERVJUGUIDEN)	39
FIGUR 9 ENKEL ILLUSTRASJON AV REGULERINGSPROSESSEN	40
FIGUR 10 OVERSIKT OVER RESPONDERENDE SELSKAPER OG DERES ROLLE I EIENDOMSBRANSJEN	48
FIGUR 11 KJERNEOMRÅDE.....	53
FIGUR 12 BESVARELSE AV OVERORDNET PROBLEMSTILLING - ÅTTE MOMENTER.....	81
FIGUR 13 KONJUNKTURSVINGNINGER (VALE 2005 s. 108).....	92
FIGUR 14 UTFØRELSESENTREPRISE (TVEDT 2009).....	101
FIGUR 15 OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 1: KOMMENTARER TIL MODELL OG EV. AVVIK.....	105
FIGUR 16 OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 1: VERDISKAPNINGSFASER I EIENDOMSUTVIKLING	105
FIGUR 18 SAMLET OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 2	106
FIGUR 17 NY UTARBEIDET VERDIKJEDEMODELL FOR FASER I EIENDOMSUTVIKLING, TILPASSET HAV	106
FIGUR 19 SAMLET OPPSUMMERING AV FUNN I ANALYSEDEL 3	107
FIGUR 20 KONKLUDERENDE MODELL.....	110

Formelliste

FORMEL 1 EKSEMPEL: BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV PÅ EN UTVIKLINGSEIENDOM (GUNDERSEN 2009)24	
FORMEL 2 FORMEL FOR VEID KAPITALKOSTNAD, WACC.....	26
FORMEL 3 FORMEL FOR VEID KAPITALKOSTNAD (MEEL 2009)	26
FORMEL 4 BEREGNING AV TOTALAVKASTNING I NPRO	61

Tabelliste

TABELL 1 VERDIKJEDEANALYSE, HOFF ET AL. (2009) OG REVE ET AL. (1992)	16
TABELL 2 OVERSIKT OVER STRATEGISK UTVALGTE INFORMANTER	33
TABELL 3 RESPONSRATE FOR STRATEGISK UTVALGTE INFORMANTER.....	43
TABELL 4 OVERSIKT OVER RESPONDERENDE EIENDOMSAKTØRENE I UTREDNINGEN	44
TABELL 5 NØKKELTALL FOR RESPONDERENDE INFORMANTER 2010/ 2011 (TALL OPPGITT I NOK 1 000). 47	
TABELL 6 ANTALL ANSATTE PER 31.12.10 FOR DE RESPONDERENDE INFORMANTENE	47
TABELL 7 OPPSUMMERENDE SVAR PÅ SPØRSMÅL 1-4 I INTERVJUGUIDEN	49
TABELL 8 OPPSUMMERENDE SVAR PÅ SPØRSMÅL 5 - 8 I INTERVJUGUIDEN.....	50
TABELL 9 OPPSUMMERENDE SVAR PÅ SPØRSMÅL 9 - 13 I INTERVJUGUIDEN	51
TABELL 10 OPPSUMMERENDE SVAR PÅ SPØRSMÅL 14 OG 15 I INTERVJUGUIDEN	52
TABELL 11 SVAR PÅ SPØRSMÅL 1: KOMMENTARER TIL DEN UTLIVERTE VERDIKJEDEMODELLEN.....	55
TABELL 12 SVAR PÅ SPØRSMÅL 2: VERDISKAPNINGSMULIGHETER I FASENE I VERDIKJEDEN.....	59
TABELL 13 SVAR PÅ SPØRSMÅL 5: MODELLER FOR BEREKNING AV AVKASTNING.....	61
TABELL 14 SVAR PÅ SPØRSMÅL 8: BRUK AV KONKRET AVKASTNINGSKRAV	63
TABELL 15 SVAR PÅ SPØRSMÅL 7: ULIKE KRAV KNYTTET TIL FASENE I VERDIKJEDEN.....	64
TABELL 16 FORMLER FOR TOTAL- OG EGENKAPITALRENTABILITET	67
TABELL 17 BEREGNET TOTAL- OG EGENKAPITALRENTABILITET FOR RESPONDERENDE SELSKAPER.....	67
TABELL 18 BEREGNET TOTAL- OG EGENKAPITALRENTABILITET FOR TJUVHOLMEN OG OSU, OG DERES EIERE 69	
TABELL 19 SAMMENLIGNING AV LØNNSOMHETSBEREGNINGER FOR NPRO, OSU OG VEIDEKKE.....	69
TABELL 20 SVAR PÅ SPØRSMÅL 6: BRUK AV YIELD	71
TABELL 21 SVAR PÅ SPØRSMÅL 9: MODELLER FOR RISIKOSTYRING	73
TABELL 22 SVAR PÅ SPØRSMÅL 10 OG 11: RANGERING AV RISIKOTYPER	76
TABELL 23 SVAR PÅ SPØRSMÅL 13: RISIKO I FORHOLD TIL INNHENTING AV LEIETAKERE.....	78
TABELL 24 SVAR PÅ SPØRSMÅL 12: RISIKO KNYTTET TIL OUTSOURCING AV ENTREPRISEKONTRAKTER.....	80
TABELL 25 SVAR PÅ SPØRSMÅL 14: SAMMENHENG MELLOM RISIKO OG AVKASTNING I VERDIKJEDEN	83
TABELL 26 SVAR PÅ SPØRSMÅL 4: STRATEGIEN BAK TOMTEKJØP	84
TABELL 27 SVAR PÅ SPØRSMÅL 15: BRUK AV JV	90
TABELL 28 SVAR PÅ SPØRSMÅL 3: UTGANGSSTRATEGIER	102

1 Innledning

Dette er en kvalitativ forskningsstudie om posisjonering av HAV Eiendom AS (heretter omtalt HAV) som tomteeier i Bjørvika-området¹. I 1999 vedtok Stortinget å bygge en ny opera lokalisert i Bjørvika. Oslo Havn KF var på dette tidspunktet en av de store grunneierne i Bjørvika-området. Vedtaket om en ny opera medførte behov for å omregulere arealer i havneområdet til andre formål. Reguleringsplanen S-4099, for Bjørvika - Bispevika - Lohavn ble vedtatt av Oslo bystyre 27.08.2003. HAV Eiendom AS er datterselskap av Oslo HAVN KF og ble stiftet 07.04.2003 med det formål å forvalte Oslo HAVN KF sine tidligere havnetomter og bidra til en god byutvikling. Praksisen til i dag har vært at HAV jobber med detaljregulering. HAV har mulighet til å posisjonere seg i fasene i verdikjeden for eiendomsutvikling, uavhengig av det enkelte prosjekt.

Vi har valgt å skrive om HAV og deres posisjon som tomteeier i Bjørvika, i et verdikjedeperspektiv for eiendomsutvikling, med fokus på avkastning og risiko. Tittelen på denne utredningen er:

HAV EIENDOM AS – A WALK THROUGH THE VALUE CHAIN

HAV EIENDOM AS – EIENDOMSUTVIKLING I ET VERDIKJEDEPERSPEKTIV

1.1 Bakgrunn for valg av oppgave

Oppgaven er valgt med bakgrunn i tilegnet kunnskap om økonomistyring under mastergradsstudiet, nysgjerrighet på eiendomsutviklingsbransjen og av mulighet for skriving og løpende oppfølging med HAV. HAV er av særlig interesse som tomteeier i Bjørvika, og gjør oppgaven høyst aktuell. Videre har vi tatt interesse for litteraturfeltet verdikjede og dens omfang, etter forelesninger under hovedprofilen Økonomistyring på masterstudiet Økonomi og administrasjon (Siviløkonom) ved Handelshøgskolen på UMB. Dette har gitt oss en gylden mulighet til å kombinere innsikt i eiendomsutviklingsbransjen med et teoretisk utgangspunkt innenfor økonomistyring. Dette todelte fagfeltsfokus gir forhåpentligvis oppgaven vår særpreg og en tilfelsesstillende grad av utfordring på masternivå.

¹ Med Bjørvika-området mener vi her området gitt under reguleringsplanen S-4099 for Bjørvika- Lohavn - Bispevika, som ble vedtatt av Oslo bystyre 27.08.2003.

1.2 Oppgavens aktualitet

- Bygg, anlegg og fast eiendom utgjør samlet over 40 prosent av Norges realkapital. Ingen land i verden bruker mer på å bo og på boliger og fritidshus enn Norge. Bygg og anlegg representerer dessuten en stor del av vår nasjonale kulturarv. Dette er verdier som ikke kan måles i penger, innleder Jon Holt forordet i heftet "Planlegging, vern og utbygging - en introduksjon til plan- og bygningsloven", fra 2011.

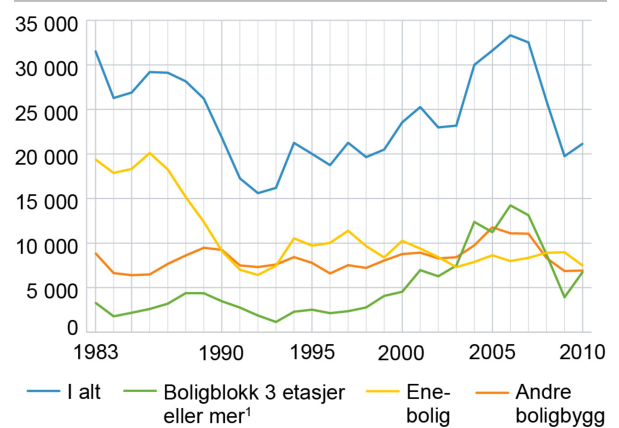
I eiendomsmarkedet generelt har byggeaktiviteten fått en markert oppsving i 2011, både når det gjelder bolig og næring. Etterspørselen etter boliger er særlig høy, og skyldes i stor grad at markedet ikke holdt tritt med befolkningsveksten gjennom andre halvdel av 2000-tallet. Imidlertid opplevde også Norge i likhet med andre land en byggestopp i perioden 2007/2008 (se figur 1), når finanskrisen for alvor stod ved oppbluss. Utsikten for norsk økonomi er på sin side god, og et solid inntektsnivå samt et langvarig lavt rentenivå fører også til økt etterspørsel i boligmarkedet. På en annen side er eiendomsbransjen i likhet med andre bransjer påvirket av makrobildet. Særlig gjør usikkerheten omkring gjeldssituasjonen til PIIGS² landene markedet usikkert fremover.

Eiendomsutvikling er et bredt og upresist begrep i seg selv, som i stor grad også vil innebære nøkkelbegreper som f.eks. økonomistyring, verdikjede, avkastningspotensial og risiko. Haugrønning et al. (2011 s. 18) definerer eiendomsutvikling som;

"Eiendomsutvikling i vid forstand er å øke nytten eller den økonomiske avkastningen av en eiendom ved å bringe den fra én tilstand (fysisk og/ eller juridisk) til en annen tilstand"

I et eiendomsprosjekt må utvikler forholde seg til en rekke aktører, interessenter og samarbeidspartnere. I dag er utviklingen av Bjørvika-området i Oslo et dagsaktuelt og omdiskutert tema. Bjørvika er Norgeshistoriens største byutviklingsprosjekt i nyere tid

Igangsatte boliger, etter bygningstype¹. 1983-2010



¹ Det er brudd i statistikken fra 2000. For sammenligningens skyld er studentboliger lagt til boligblokker med 3 etasjer eller mer, mens øvrige bofelleskapsboliger er lagt under andre boligbygg.

Figur 1 Igangsatte boliger, 1983-2010 (SSB 2011)

² PIIGS-landene er en felles betegnelse for Portugal, Italia, Irland, Hellas og Spania.

og defineres av Kulturdepartementet i St.prp. nr. 37 (1997-1998) som: *"området sør for Oslo S ut til enden av Bjørvikautstikkeren."* Oslo S og Jernbanetorget ligger nært nord for Bjørvika-området, og utgjør viktige knutepunkter for kollektivtrafikken i hovedstaden. Beslutningen om å bygge en ny opera lokalisert i Bjørvika, ble som tidligere nevnt, vedtatt av Stortinget i 1999. I dag er operaen blitt en turistattraksjon og et knutepunkt for kultur i Oslo by. I kjølevannet av denne beslutningen ble det arbeidet videre med utviklingen av Bjørvika. Reguleringsplanen S-4099, for Bjørvika - Bispevika – Lohavn, ble vedtatt av Oslo bystyre 27.08.2003 (se vedlegg 1). Bjørvika-området vil ved ferdigstilling prege byrommet i Oslo betraktelig. En av ambisjonene for utviklingen av Bjørvika er å bidra til å utvikle Oslos særpreg som fjordby og gjøre sjøfronten tilgjengelig for ulike brukergrupper.

HAV Eiendom AS er den største tomteeieren i Bjørvika og vil i stor grad være med å prege området. HAV er som nevnt datterselskap av Oslo HAVN KF ³og ble stiftet i 2003, med det formål å forvalte Oslo HAVN KF sine tidligere havnetomter og bidra til en god byutvikling. I likhet med resten av tomtene i Bjørvika er tomtene HAV besitter i dag, som nevnt, regulert. Det betyr at de overordnede grepene for utviklingen av området er fastsatt (høyder og volum). Dette innebærer at det er satt en rekke retningslinjer for utarbeidelse og behandling av bebyggelsesplaner, og søknader om rammetillatelse, mens detaljregulering⁴ gjenstår. I Designhåndboken (2004 s. 01) for Bjørvika – Bispevika – Lohavn som ble utarbeidet som vedlegg til reguleringsplanen, fremhever byutviklingskomiteen følgende merknad:

"... visjonen om at Bjørvika som porten til Norges hovedstad skal fremstå som er et uttrykk for moderne norsk bykultur og identitet i byggekunst, teknologi og bærekraftig byutvikling. Den nye bydelen skal være til glede og stolthet for hele Oslos befolkning, og bevisst bidra til å beskrive byens historiske utvikling fra opprinnelse til det 21. Århundre."

Praksis til i dag har er at HAV driver med detaljregulering, som resulterer i søknad om rammetillatelse. HAV har med sin posisjon som tomteeier i Bjørvika mulighet til å posisjonere seg i fasene i verdikjeden for eiendomsutvikling, uavhengig av det enkelte

³ Tidligere Oslo Havnevesen (OHV), skiftet navn til Oslo Havn KF 08.06.2004.

⁴ Retten til å initiere detaljplaner som prosjektplaner er i prinsippet fri for hvem som helst. Den kommunale planmyndigheten kan velge å avslå eksterne reguleringsforslag direkte (Røsnes 2009 I:Røsnes & Kristoffersen 2009).

prosjekt. I praksis vil en eiendomsutvikler i stor grad posisjonere seg lengre ut i verdikjeden enn reguleringsfasen.

En verdikjede kan utarbeides internt for en bedrift eller som en bransjespesifikk modell. Vi vil fokusere på sistnevnte. Verdikjeden for eiendomsutvikling kan beskrives gjennom faser, fra tidlig fase til ferdigstillelse av et fysisk bygg. En generell definisjon av verdikjeden er;

"Verdikjeden deler et foretak opp i sine strategiske relevante aktiviteter for å gjøre det enklere å forstå kostnadenes oppførsel og de eksisterende og potensielle kildene til differensiering" (Porter 1992 s. 52)

Innenfor eiendom er *beliggenhet* avgjørende, og det er intet unntak for utviklingen av Bjørvika-området som utgjør hovedstadens mest sentrale havne- og trafikkområde. Reguleringsplanen har til hensikt å:

"...åpne byen mot fjorden og etablere en ny, flerfunksjonell bydel med boliger, næring, kultur og rekreasjon" (Designhåndboken s. 5).

Dette gjør Bjørvika, og HAV sin rolle som tomteeier og eiendomsutvikler til et aktuelt og interessant tema.

1.3 Forskningsspørsmål

HAV befinner seg i en unik situasjon. Tomtene er, som nevnt ovenfor, "grovmasket" regulert. Detaljregulering på den enkelte tomt gjenstår før en rammetillatelse kan gis. Dette gir tomteeieren en rekke alternativer i et verdikjedeperspektiv. Verdikjeden for eiendomsutvikling består av flere faser, og utgangsstrategier vurderes kontinuerlig. Hvor bør selskapet posisjonere seg i verdikjeden for eiendomsutvikling?

Vår overordnede problemstilling lyder følgende:

(1) Hvilke momenter er aktuelle for HAV Eiendom AS å kartlegge ved valg av posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling i Bjørvika-området?

For å besvare denne problemstillingen har vi utarbeidet tre delproblemstillinger, som vil rettlede oss mot overnevnte problemstilling. Disse er utgangspunktet for utarbeidelsen av intervjuguiden (vedlegg 2), og spørsmålene er tilknyttet

eiendomsutvikling og verdikjedeanalyse i et generelt perspektiv. På bakgrunn av innsamlet data tilknyttet spørsmålene i intervjuguiden, vil vi besvare den overordnede problemstillingen, som angår HAV sin rolle som tomteeier- og utvikler i Bjørvika-området spesifikt.

(2.1) Sett i forhold til HAV Eiendom AS sitt kjerneområde(r), i hvilke faser vil verdiskapningspotensialet være størst?

(2.2) Hvilke modeller benyttes for å beregne avkastningskrav, og hvilket avkastningskrav benyttes?

(2.3) Vi har definert fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko. Hvilke(n) type risiko står eiendomsutviklere særlig ovenfor i de ulike fasene og kan de fire nevnte risikotypene eventuelt rangeres eller tallfestes i forhold til den enkelte fasen?

Problemstillingen og delproblemstillingene vil besvares basert på datainnsamlingen fra de ulike eiendomsaktørene⁵.

1.4 Avgrensning

Oppgaven vil ha fokus på HAV og dets rolle som eiendomsutvikler i Bjørvika-området. Vi vil kartlegge mulighetene ved å intervjuer andre eiendomsaktører, som dekker hele rollespekteret når det gjelder posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling. Caset er HAV og formålet er ikke å generalisere resultater innad eiendomsbransjen.

Forskningsområdet vårt vil besvares gjennom et kvalitativt forskningsdesign, da dette er naturlig gitt oppgavens rammer. Dette kan ses i sammenheng med at besvarelsen på denne utredningen ikke kan besvares ut fra et ja- eller nei perspektiv, m.a.o. svaret er ikke entydig. Eiendomsutvikling er en kompleks og markedsutsatt bransje, som i stor grad påvirkes av makrobildet og suksess bl.a. avhenger av "timing"⁶. Vi vil benytte intervjuguide og fokusere på begrepene verdikjede (faser i eiendomsutvikling), avkastning og risiko.

⁵ Vi har valgt å bruke begrepet eiendomsaktør fremfor eiendomsutvikler i problemstillingen, ettersom et par av informantene i oppgaven ikke er rene eiendomsutviklere per definisjon. Utvalget av informanter var et strategisk valg for å kartlegge ulike synspunkter omkring et verdikjedeperspektiv.

⁶ Med *timing* mener vi det å velge/ "treffe" rett tidspunkt for salg av eiendom i markedet.

1.5 Kort om litteraturgjennomgang og metode

I litteraturdelen vil vi innledningsvis presentere sekundærlitteratur om strategisk økonomistyring. Vi vil ta for oss Michael Porters opprinnelige litteratur om verdikjeden, samt se på aktuelle begreper som konkurransefortrinn, verdiaktiviteter og verdikjedeanalyse for en bransje. Teori om eiendomsutvikling og modeller som omhandler de ulike fasene i verdikjeden vil gjennomgå. Avslutningsvis vil vi definere og drøfte teori om begrepene avkastning og risiko.

I kapittel 4, metode, vil vi presentere forskningsmetode gjennom fire nøkkelord: forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering. Vårt forskningsdesign vil overordnet være en kvalitativ studie.

1.6 Oppgavens oppbygning

Til nå har vi presentert første del av forberedelsesdelen i Johannessen et al. (2010) sin figur "Sammendrag for forskningsprosessen", se figur 6 i kapittel 4 Metode. I kapittel 2 vil vi introdusere HAV som selskap, og gi en kort innføring i byutviklingsprosjektet Bjørvika. Dernest vil vi gjøre rede for eksisterende litteratur om verdikjede, faser i eiendomsutvikling, avkastning og risiko. Vi vil fremstille metodedelen i eget kapittel. I kapittel 5 Bakgrunns materialet for analyse, presenteres intervjuguide, respons fra strategisk utvalgte informanter, samt viser vi en oversikt over de responderende aktørene og oppsummering av datainnsamlingen. Dette kapittelet vil være en forløper til analysekapittelet. Avslutningsvis vil vi ha et kapittel med oppsummering og konklusjon (kapittel 7), og referanser og vedlegg bakerst.

2 Caset HAV Eiendom AS

2.1 HAV Eiendom AS

HAV ble stiftet 7. April 2003 og er datterselskap av Oslo Havn KF (tidligere Oslo Havnevesen). Stortinget vedtok, som tidligere nevnt, i 1999 å bygge en ny opera lokalisert i Bjørvika. Oslo Havn KF var på dette tidspunktet en av de store grunneierne i Bjørvika-området. Vedtaket om en ny opera medførte behov for å omregulere arealer i havneområdet til andre formål. Oslo bystyre vedtok 19.01.2000, Fjordbyvedtaket, hvor det bl.a. presiseres følgende om by- og havneutvikling (Oslo kommune, 2000);

(1) Oslo kommune vil legge Fjordbyalternativet til grunn som strategi for utviklingen av Oslos havne- og sjøside. Kommunen ønsker å frigjøre en størst mulig del av havnearealene til byutvikling for bolig-, nærings- og rekreasjonsformål.

(4) Byrådet bes legge frem planer for rekkefølge og framdrift i frigjøringen av dagens havnearealer.

Etter regjeringens anbefaling⁷ fattet Fiskeridepartementet et vedtak⁸ som tillot opprettelsen av et aksjeselskap, HAV, som skal drive en aktiv forvaltning og utvikling av de opprinnelige eiendommene til Oslo Havn KF. Lovendringen i havne- og farvannsloven som ble vedtatt i 2002, muliggjorde denne opprettelsen. Dette betyr i praksis at HAV forvalter store offentlige verdier. Formålet med opprettelsen av selskapet er å bidra til byutvikling i Bjørvika og samtidig bidra til finansiering av en ny havn for eieren, Oslo Havn KF.

Bakgrunnen for arbeidet omkring vår problemstilling er bl.a. kommunerevisjonens rapport av 2009. Når det gjelder krav til styret i HAV anbefaler f.eks. kommunerevisjonen selskapet å:

- *"... jevnlig oppdatere den strategiske planen for selskapet, herunder å arbeide mer systematisk med planer for virksomheten med vekt på mål, strategier, ansvar og gjennomføring."*

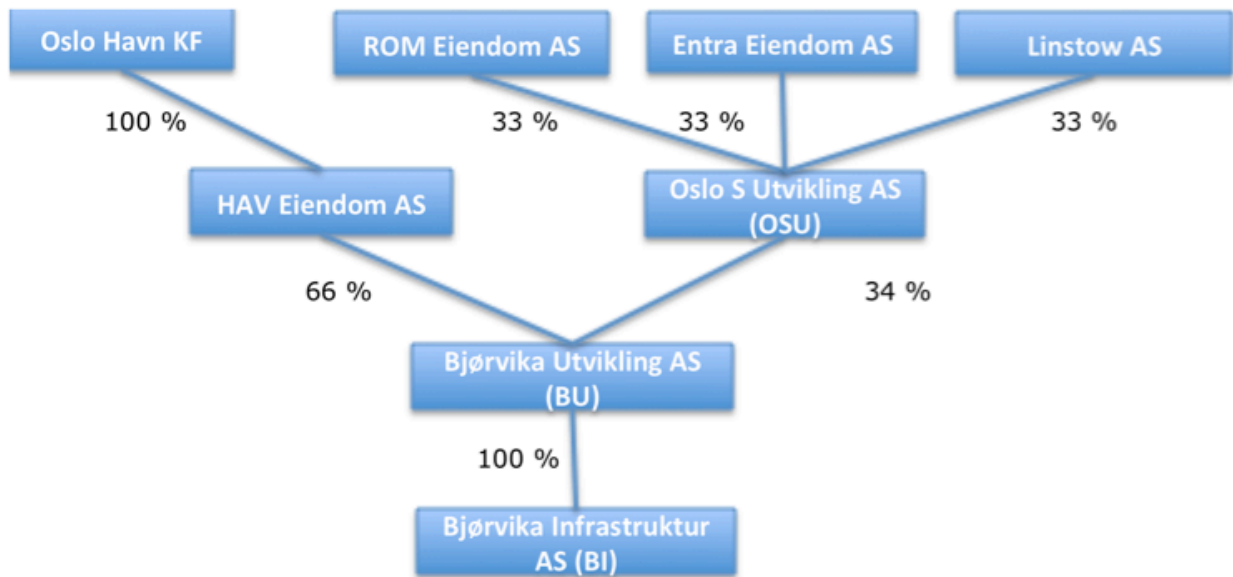
Denne anbefalingen er rammen for vår oppgave, og ligger nært knyttet opp mot hvor HAV bør posisjonere seg i verdikjeden for eiendomsutvikling. Vi vil bl.a. se nærmere på andre aktørers fastsettelse av avkastningskrav og risikohåndtering. Dette kan være til hjelp for selskapet, da denne rapporten anbefaler HAV å: *"... etablere rutiner for risikostyring og utarbeide en mer eksplisitt eierstrategi for selskapet."*

⁷ Jf. Ot.prp. nr 90 (2001-2002) mente regjeringen at Oslo Havn måtte gis anledning til å opptre som ordinær grunneier i byutviklingen av Bjørvika, slik at Oslo Havn KF kunne realisere de potensielle verdiene eiendommene har.

⁸ Vedtaket åpnet for at Fiskeridepartementet i særlige tilfeller og på nærmere angitte vilkår, kan gi tillatelse til at eiendommer og andre eiendeler som inngår i havnekassen, kan bli investert i annet enn havneformål. Slik investering og avkastning inngår i havnekassen (Oslo Kommune, 2009)

2.2 Eierforhold i HAV Eiendom AS

Under vil vi presentere eierforholdene i HAV:



Figur 2 Eierforholdene i HAV Eiendom AS

HAV eier 66 prosent av Bjørvika Utvikling AS (BU) sammen med Oslo S Utvikling AS (OSU), som har eierandel på 34 prosent. Prosentandelene gjenspeiler også eierforholdene av utbyggingsarealene i Bjørvika. BU er stiftet av de to grunneierne HAV og OSU, og selskapets formål er slik det er beskrevet på BU sin hjemmeside: "å være et felles interesse- og koordineringsorgan for grunneierne overfor bl.a. offentlige myndigheter i utviklingen og utbyggingen av området." BU skal bl.a. fastsette utbyggingsrekkefølgen og gjøre prioriteringer innen for sitt virkeområde". Vi vil kort nevne at OSU igjen eies av tre selskaper med like eierandeler: ROM Eiendom AS, Entra Eiendom AS og Linstow AS. OSU er i likhet med HAV et eiendoms- og utviklingselskap. Selskapet Bjørvika Infrastruktur AS (BI) er et 100 prosent eid datterselskap av BU, som er opprettet for å ha samlet ansvar for teknisk infrastruktur i Bjørvika.

2.3 HAV Eiendom AS – aktualitet og rolle

HAV beskriver sin rolle som eiendomsaktør på selskapets hjemmeside slik: "HAV Eiendom AS har som formål å delta i byutviklingen i Bjørvika-området gjennom utvikling, utleie, forvaltning, kjøp og salg av fast eiendom i Bjørvika-området og virksomhet som står i forbindelse med dette, samt å inneha eierinteresser i selskap som driver tilsvarende virksomhet." Oppsummert driver HAV med eiendomsforvaltning og -utvikling gjennom ulike prosjekter i Bjørvika-området. Reguleringsplanen S-4099 av 2003 (se vedlegg 1),

gir de viktigste føringene for selskapets aktivitet, og viser bl.a. at HAV sine tomter er regulert til mest bolig og minst kultur. De ulike prosjektene er ment for videresalg med hensikt at verdiene som tilføres havnekassens blir størst mulig. Oslo Havn KF, som eneste aksjonær i HAV, skal etablere ny havnevirksomhet i den nye havna Sydhavna, og delvis skal finansieringen av utbyggingen dekkes ved overføring av midler fra HAV.

HAV holder i dag på med ulike prosjekter knyttet til sine tomter. I 2007 solgte HAV Sørenga-utstikkeren til Sørenga Utvikling KS til en salgssum på 940 millioner, betalt over seks år. I avtalen fremgår det bl.a. at utbyggingen skal romme i underkant av 1 000 boliger. På salgstidspunkt hadde HAV gjort detaljregulering og sendt inn rammesøknad, men endelig igangsettelsestillatelse forelå ikke.

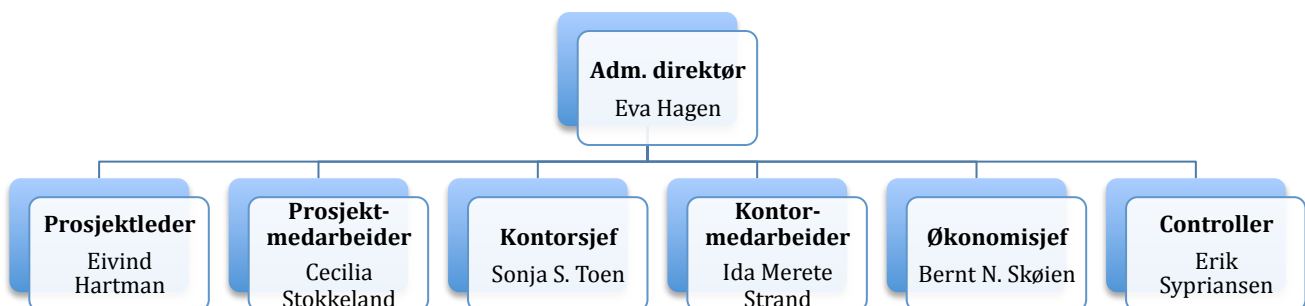
Et annet aktuelt prosjekt HAV arbeider med er planleggingen av Bispevika. Høsten 2011 har fire arkitektteam arbeidet med parallelloppdrag for to av HAV sine tomter i Bispevika. Med parallelloppdrag er en prosess som har til hensikt å bidra til innspill og diskusjon rundt aktuelle planforslag, og resultatene skal danne grunnlag for strategiske valg for utviklingen av området. I dette området eier både HAV og OSU tomter, og ut fra HAV sine hjemmesider planlegges det et samarbeid mellom de to selskapene om felles detaljregulering av området.

Når det gjelder Deichmanske hovedbibliotek og Munch-museet og Stenersenmuseet har det vært inngått salgssavtale mellom HAV og Oslo kommune på de aktuelle tomtene. HAV har stått for plan- og designkonkurransen av prosjektene, og vinnere til prosjektene er utnevnt. Forarbeidet og skissering av prosjektene, samt detaljregulering generelt er arbeid i HAVs regi. Bystyret har tidligere vedtatt at det nye Munch-museet skal ligge i Bjørvika, men etter kommunevalget i høst fattet opposisjonspartiene et nytt vedtak om å stoppe alternativet i Bjørvika. Dette vil vi komme nærmere inn på senere.

I tillegg har HAV gjennomført et parallelloppdrag med utvikling av operaens omgivelser, som har resultert i en evalueringsrapport på området. En av hensiktene med oppdraget var å se om det var muligheter for å fordele det samlede utbyggingspotensialet i området på en bedre måte, enn det som er lagt til grunn i den opprinnelige reguleringsplanen. Slik vi ser det er dette ulike prosjekter og de har ulikt lønnsomhetspotensial. Dette indikerer at kompleksiteten er høy ved fastsettelse av

avkastningskrav fra Oslo Havn KF til HAV. HAV vil først motta inntekter når Bjørvika-eiendommene er solgt, og kjøper har overtatt risikoen. Det må tas hensyn til at HAV har en todelt visjon: (1) Generere mest mulig inntekter for sin eier, Oslo Havn KF, som bl.a. skal bidra til å dekke kostnadene for selskapets nye planlagte havn Sydhavna på Sjursøya og (2) bidra til en positiv og helhetlig byutvikling. Disse visjonene vil i noen tilfeller være motstridende i forhold til målet om generering av maksimal inntjening til havnekassen. Dette indikerer igjen kompleksiteten til fastsettelse av avkastningskrav.

2.4 Organisasjonsstruktur og kompetansebesittelse



Figur 3 Organisasjonskart HAV Eiendom AS

Per i dag er det syv ansatte hos HAV. Selskapet har god fordeling av kvinnelige og mannlige ansatte. Stillingstitlene gir tydelig rolle- og ansvarsfordeling innad selskapet. Det må nevnes at Cecilia Stokkeland, prosjektmedarbeider i HAV er utdannet sivilarkitekt. I tillegg baserer HAV seg i stor grad på *outsourcing*⁹ når det kommer til aktiviteter eller fagområder de ikke innehar kompetanse på, eller har tid til å gjennomføre selv.

⁹ Outsourcing, engelske begrep som i norsk dagligtale benyttes i sammenheng med innkjøpte tjenester. Outsourcing benyttes bl.a. i tilfeller hvor aktiviteten kan utføres bedre og/ eller billigere eksternt, ønske om større kostnadsfleksibilitet eller ved ønske om å redusere risiko (Hoff et al. 2009)

3 Litteratur

3.1 Strategisk økonomistyring

Uavhengig av bransje er det å *skape vedvarende konkurransefortrinn en forutsetning for å lykkes* i dagens forretningsliv. *Kartlegging av konkurransefortrinn* for den enkelte bedrift er blitt et stadig viktigere område innenfor økonomistyring. I dag snakker vi ofte om strategisk økonomistyring heller enn tradisjonell økonomistyring. Økt frihandel, dereguleringer, forbedret infrastruktur og økt kjøpekraft preger i dag økonomistyringsperspektivet i større grad enn tidligere. Den globale konkurransesituasjonen og generell økt informasjonstilgang gjør at bedrifter må vektlegge forskning, innovasjon, relasjonsbygging til kunder og generelt opptre proaktivt for å lykkes i sitt marked. Økonomistyringen har gått fra rent budsjett- og avviksfokus basert på historiske data, til å omfatte strategisk tenkning, dynamiske styringssystemer og fokus på eksterne (makrobildet) så vel som interne forhold. Å *utvikle sitt eget kjerneområde*, og heller *outsource andre aktiviteter* i verdikjeden som andre kan gjøre bedre, er grunnleggende for å opprettholde produktkvalitet og skape vedvarende konkurransefortrinn. Det er ingen entydig definisjon av begrepet strategisk økonomistyring.

Hoff et al. (2009 s. 41-42) definerer følgende *fellestrekk for begrepet strategisk økonomistyring*:

- 1 Strategisk økonomistyring fokuserer på *varierende tidsperioder*, ofte et lengre tidsperspektiv enn tradisjonell økonomistyring.
- 2 Strategisk økonomistyring *vektlegger mange ulike kostnadsdrivere* når kostnader skal analyseres, med den hensikt å finne rom for lønnsomhetspotensial.
- 3 Strategisk økonomistyring *fokuserer også på eksterne data*, informasjon fra bedriftens interessenter og med referanse fra den utvidede *verdikjeden*.
- 4 Strategisk økonomistyring legger vekt på å *koble styringssystemet til gjennomføringen av virksomhetens strategier*.

Et viktig element i strategisk økonomistyring er bedriftens verdikjede. *Det å skape vedvarende konkurransefortrinn er et av strategiarbeidets viktigste mål*. For å definere bedriftens vedvarende konkurransefortrinn er det nødvendig å kontinuerlig følge opp om alle aktivitetene i den enkelte bedrifts verdikjede.

3.2 Verdikjede

Virksomhetens verdikjeden ble introdusert i 1985 av Michael Porter i boken "Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance". Michael Porter brukes i dag som hovedkilden for litteratur om verdikjede. Litteratur utover dette er i stor grad bygget på hans arbeid og vi vil forholde oss til Porter som primærkilde.

Porter (1992 s. 52) sier at: "*verdikjeden deler et foretak opp i sine strategiske relevante aktiviteter for å gjøre det enklere å forstå kostnadenes oppførsel og de eksisterende og potensielle kildene til differensiering*".

Kaplinsky og Morris (2001 s. 4) definerer en verdikjede som: "*... en kjede som beskriver alle aktivitetene som er nødvendig for å bringe et produkt eller en tjeneste fra en idé via produksjon og frem til levering til sluttbruker*".

Porter sin definisjon er slik vi ser det mer verdi- og strategirettet enn definisjonen til Kaplinsky og Morris. Kaplinsky og Morris fokuserer ikke på kostnadsaspektet ved aktivitetene. I denne oppgaven vil det være mest hensiktsmessig å fokusere på Porters definisjon, da kostnader er en viktig faktor for posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling.

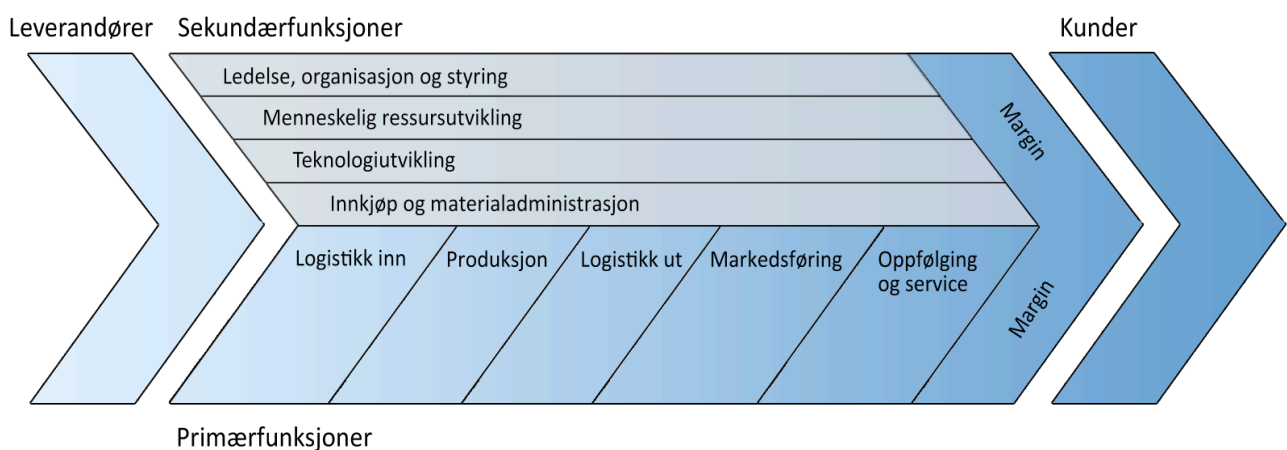
Det er viktig å presisere at en verdikjede ikke er isolert til det enkelte selskap. *Den utvidede verdikjeden* omfatter også leverandører og kunder, dvs. at det vi kaller den utvidede verdikjede omhandler hele vareflyten, fra råvare til sluttbruker. Ofte snakker vi om en verdikjede internt for en bedrift eller en mer bransjespesifikk modell. I tråd med vår oppgave som er en verdikjedeanalyse (se definisjon under avsnitt 3.2.3) for HAV (under eiendomsbransjen), vil vi se nærmere på sistnevnte.

3.2.1 Konkurransefortrinn

Et viktig grunnlag for gode resultater over tid er å skape eller utvikle vedvarende konkurransefortrinn (Porter 1992). For å identifisere konkurransefortrinnene benytter Porter verdikjeden som et verktøy. Konkurransefortrinn bygger i hovedsak på hvilken verdi en bedrift kan skape for kunden (*kunde verdi*), og som bør være unik sammenliknet med andre tilsvarende bedrifter. Porter (1992) definerer verdi som det beløpet en kunde er villig til å betale for et gitt produkt eller tjeneste. Her må fokus ligge på å balansere kundens forventning og sluttproduktets egenskaper, for så å skape et positivt

gap utover produktets kostnad som igjen øker kundes betalingsvillighet. Fokus på kartlegging av bedriftens kjernekompetanse er avgjørende for å utvikle vedvarende konkurransetrinn. Kjernekompetansen inngår i virksomhetens kjerneprodukter, som igjen danner grunnlaget for de forretningsområdene som kalles virksomhetens kjerneområder (Hoff et al. 2009 s. 32).

Porter (1992) hevder at en bedrifts konkurransefortrinn ikke kan vurderes ved å se på selskapet som en helhet, men ved å analysere selskapets ulike aktiviteter. Det essensielle er å benytte verdier og ikke kostnader, for å analysere konkurranseposisjonen. Hensikten er å bryte ned de ulike aktivitetene i et selskap ned til primær- og støtteaktiviteter, for å lettere kartlegge muligheter for lønnsomhet, f.eks. gjennom kostnadsutt, forenkling eller utvidelse. Ved utarbeidelse av en verdikjede kan det være nyttig å ta utgangspunkt i den generelle modellen for den utvidede verdikjedemodellen Hoff et al. (2009 s. 65) beskriver:



Figur 4 Den generelle modellen for den utvidede verdikjedemodellen (Hoff et al. 2009 s. 65)

Derneft må de ulike verdiaktivitetene i selskapet identifiseres. Her er det reelt å skille aktiviteter som har adskilt økonomi og teknologi. Aktivitetene kan igjen oppdeles i flere og mer snevre aktiviteter. Dette kan gjøres helt til det analysenivået der aktivitetene ikke lenger lar seg dele.

3.2.2 Verdiaktiviteter

Verdiaktiviteter er de ulike aktivitetene som benyttes innad i et selskap. Porter (1992) deler aktivitetene i to grupper; primæraktiviteter og støtteaktiviteter, som vi beskriver på generell basis på neste side.

Primæraktiviteter

Primæraktivitetene er de aktiviteter som er direkte knyttet til verdiskapningen, altså de aktivitetene som bidrar til den fysiske utviklingen av produktet. Porter (1992) identifiserer 5 primæraktiviteter, uavhengig av bransje:

1 Inngående logistikk

Herunder alle aktiviteter som omhandler varemottak, lagring og viderefordeling av innsatsfaktorer. Inngående logistikk omfatter også retur av varer til leverandører og kontroll av varebeholdninger.

2 Produksjon (virksomhet)

Aktiviteter som omdanner innsatsprodukter til ferdig produkt, herunder også produksjon av tjenester.

3 Utgående logistikk

Aktiviteter som ferdigvarelager, utgående distribusjon.

4 Salg og markedsføring.

Alle aktiviteter knyttet til salg og markedsføring av det ferdige produktet. Her inngår også valg av og kontakt med de ulike distribusjonskanalene.

5 Service

Aktiviteter som bidrar til å gi kundene service etter kjøp, f.eks. installasjon, reparasjon og opplæring.

Sekundæraktiviteter

Porter (1992) identifiserer fire generelle sekundæraktiviteter eller støtteaktiviteter. Sekundæraktivitetenes hovedformål er å støtte primæraktivitetene.

1 Innkjøp

Her finner vi alle aktiviteter som omfatter anskaffelse av råvarer og andre forbruksvarer. Innkjøpsfunksjonen finnes ofte i flere nivåer og avdelinger innad et selskap. Det er nødvendigvis ikke samme avdeling som kjøper inn råvarer og kontorrekvisita, innkjøpsavdelingen betjener sånn sett flere verdiaktiviteter i et selskap.

2 Teknologiutvikling

Vi finner teknologi i nær sagt alle deler av et foretak. Teknologiutvikling er alle aktiviteter som er med på forbedre produkter eller prosesser.

3 HRM (Human Resource Management)

Herunder all administrasjon av menneskelige ressurser, dvs. ansettelse, rekruttering, opplæring og oppfølging av selskapets ansatte. HRM er som de andre sekundæravdelingene fordelt over hele foretaket og gjennom hele verdikjeden.

4 Infrastruktur

Denne støtteaktiviteten omfatter mange ulike aspekter ved en bedrift. Infrastruktur er bl.a. planlegging, administrasjon, økonomi og juridiske forhold.

3.2.3 Verdikjedeanalyse

I følge Hoff et al. (2009 s. 80) innebærer en verdikjedeanalyse at bedriften kartlegger og analyserer kostnader, ev. også inntekter, kapitalbinding og verdibidrag knyttet til de ulike aktivitetene. Videre definerer Hoff et al. (2009 s. 81) verdikjedeanalysen som *"...en prosessorientert tilnærming med fokus på den horisontale flyten av produkter og tjenester gjennom ulike aktiviteter innenfor og mellom enheter og foretak."* En verdikjedeanalyse har til hensikt å analysere prosessene i selskapet, som utgjør grunnlaget for å identifisere og utvikle konkurransefortrinn. Fokuset rettes her mot foretakets verdiskapningsevne (Reve et al. 1992).

Foretakets verdiskapningsevne kan kartlegges ved å bryte ned selskapets og/ eller bransjens aktiviteter, dette vil *synliggjøre lønnsomhetsområder og risikomomenter*. Analysen vil være med på å avdekke hvilke arbeidsområder foretaket selv skal utføre, og hvilke de skal kjøpe av andre (*outsourcing*).

Vi kan skille mellom analyse av en bransjes verdikjede og analyse av et selskaps interne verdikjede. Uavhengig av dette definerer Hoff et al. (2009) og Reve et al. (1992) fire punkter som en verdikjedeanalyse består av:

Tabell 1 Verdikjedeanalyse, Hoff et al. (2009) og Reve et al. (1992)

Hoff et al. (2009 s. 84)	Reve et al. (1992 s. 42-44)
1 Identifisere og avgrense verdikjeden	1 Definere de ulike trinnene i kjeden
2 Tilordne kostnader, inntekter og investeringer/kapitalbinding til de enkelte aktiviteter	2 Beregne kostnader for de ulike trinnene og samtidig forsøke å identifisere lønnsomhetspotensial
3 Analysere kostnadsdrivere	3 Fastsett foretakets grenser ut mot leverandører i den ene enden og kunder i den andre
4 Utvikle konkurransefortrinn	4 Velg konkurransestrategi ut fra analysene i de foregående tre stegene

Oppstillingen til Hoff et al. (2009) og Reve et al. (1992) er i en viss grad ulik. Sistnevnte har i mindre grad vektlagt kostnadsdrivere, mens Hoff vektlegger tilordning og analyse av kostnader. En analyse av hva som driver kostnadene er essensielt for å avdekke hvilke funksjoner foretaket selv skal gjøre. Vi anser dette som en viktig del av verdikjedeanalysen, og velger derfor å benytte denne oppstillingen i den videre fremstillingen:

Verdikjedeanalyse for en bransje

1 Identifisere verdikjede og aktiviteter

Hoff et al. (2009 s. 85) definerer følgende kriterium for deling av aktiviteter i en bransjes verdikjede: "Å skille aktiviteter fra hverandre hvis det foreligger markedspriser mellom dem". Ved å benytte markedspriser mellom to aktiviteter kan selskaper som er involvert i hele verdikjeden, sammenliknes med selskaper som kun utfører enkelte aktiviteter.

Porter (1992) definerer derimot tre hovedprinsipper for deling av aktiviteter.

Aktiviteter bør isoleres og skilles dersom aktivitetene har: (1) Forskjellig økonomi, (2) stor mulighet til å påvirke differensieringen, eller (3) står for en stor eller stadig økende del av kostnadene.

2 Tilordne kostnader, inntekter og investeringer

Å utarbeide en oversikt over inntekter, kostnader, avkastning og investering/kapitalbinding i de ulike aktivitetene, vil gjøre selskapet bedre rustet til å kartlegge

konkurransefortrinn. I denne sammenhengen er det nødvendig å bruke markedspriser, i stedet for internpriser, mellom ulike enheter i et vertikalt integrert selskap¹⁰.

Det er markedspriser som vil gi et korrekt bilde av inntekter og tilhørende kostnader.

3 Analyse av kostnadsdrivere

En verdikjedeanalyse for en bransje er orientert mot de strategiske kostnadsdriverne. Begrepet kostnadsdriver vil si den faktoren som best forklarer hvordan kostnaden oppstår og som bestemmer størrelsen på den (Hoff et al. 2009 s. 46). Enkelt sagt er det viktig å identifisere og analysere hva som forårsaker kostnader i den enkelte aktivitet. Dette vil gi muliggjøre effektivisering av lønnsomhet i et selskap.

4 Utvikle konkurransefortrinn

I det siste stadiet benyttes analyser for å rekonfigurere verdikjeden. Det betyr at selskapet utvikler eller endrer sin strategiske posisjonering. Hoff et al. (2009 s. 89) gir følgende eksempler på rekonfigurering som fører til store endringer; oppkjøp, integrasjon, outsourcing, endret lokalisering og utskilling av ikke-kjernevirksomhet. Mindre endringer som følge av rekonfigurering kan være endringer i prosesser mellom mindre enheter internt i et selskap.

3.3 Eiendomsutvikling

3.3.1 Hva er eiendomsutvikling?

Eiendomsutvikling er en prosess fra idé til konstruksjon til salg eller utleie av ferdig bygg. Prosessen er tverrfaglig og involverer alt fra håndverkere og arkitekter til jurister og politikere. En eiendomsutvikler koordinerer alle aktiviteter knyttet til denne prosessen. Prosessen blir virkeliggjort ved at brukere, f.eks. leietakere, tar i bruk den ferdigstilte bygningen som eiendomsutvikleren har produsert (Miles et al. 2000).

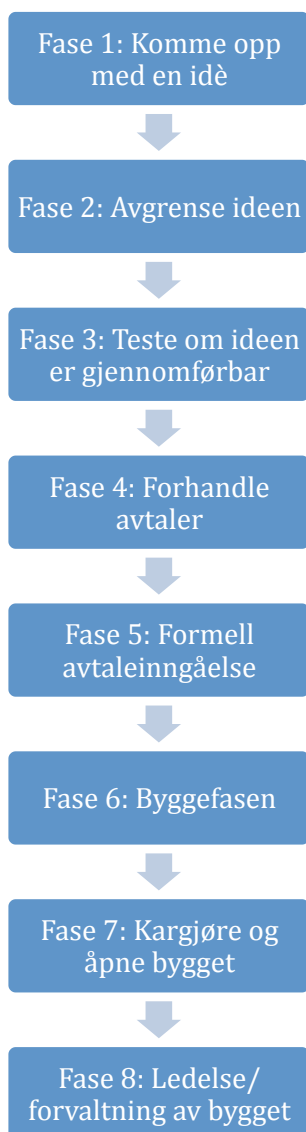
Eiendomsutvikling krever stor tilgang på kapital. Utvikler inngår ofte flere avtaler med finansielle institusjoner og potensielle lånegivere. En eiendomsutvikler har mange interessenter å ta hensyn til. Alle som bor, jobber eller på annen måte benytter seg av et lokalområde blir påvirket av store utviklingsprosjekter i bykjernen. Utvikleren må også samarbeide med det offentlige under hele prosessen. Dette gjelder f.eks. i forbindelse med utarbeidelse av reguleringsplaner, byggesøknader og andre godkjennelser.

¹⁰ Selskap som er deltakende i deler eller gjennom hele verdikjeden kalles vertikalt integrerte foretak (Hoff et al. 2009).

Økonomien skifter raskt, og det som var lønnsomt i går er nødvendigvis ikke lønnsomt i dag. Finanskrisen som begynte å gjøre seg gjeldende i 2007/2008 la bl.a. lokk på mange utviklingsprosjekter og resulterte i generell byggestopp for en periode. Det er derfor viktig at en eiendomsutvikler har inngående kunnskap om utviklingen i markedet, både på lokalt og nasjonalt plan. Både hva gjelder priser på fast eiendom, men også utviklingen i rentemarkedet, samt pris og tilgangen på arbeidskraft.

3.3.2 Faser i eiendomsutvikling, Miles et al. (2000)

Eiendomsutvikling kan deles inn i flere faser. Miles et al. (2000) definerer et minimum av elementer i en utviklingsprosess, se figur 5 under. Til slutt er det salget eller utleien av det ferdigstilte bygget som avgjør lønnsomheten av det enkelte prosjektet.



Figur 5 Faser i eiendomsutvikling (Miles et al. 2000 s. 6)

Proessen er kompleks og kan ikke sees på som lineær. Likevel er det hensiktsmessig å dele fasene inn i et sekvensielt skjema. De åtte fasene kan illustreres i figur 5 til venstre. Miles et al. (2000) poengterer at det er elementært for enhver eiendomsutvikler å ha en utgangstrategi i hver fase. Vi vil gå nærmere inn på fasene fra figur 5, og påpeke de aktuelle risikofaktorer og hvordan disse kan reduseres i den enkelte fase.

Fase 1 Komme opp med en idé

Fase 1 er den viktigste i fasen i prosessen. Er ideen dårlig hjelper det lite med finansiell støtte og god ledelse. Denne fasen kan bygge på markedsundersøkelser, brainstorming eller på andre kreative måter komme opp med nye ideer.

For å redusere risiko i denne fasen generelt er det viktig at utvikler evaluerer seg selv, sin kapasitet og sitt team. Herunder er det også nødvendig å evaluere sine kontakter, f.eks. vil et godt forhold til finansinstitusjoner, offentlige aktører og øvrige

interessenter, være vesentlig for gjennomføringen. Eiendomsutvikling består av mange aktiviteter med engasjement fra flere samarbeidspartnere. Det er viktig for sluttresultatet at koordineringsarbeidet starter tidlig.

Fase 2 Avgrense ideen

I denne fasen må ideen videreutvikles og avgrenses fra fase 1. Herunder ligger å definere lokalisering av bygget og analysere om det valgte stedet er egnet. Analysen må gjøres ut fra politiske, juridiske og fysiske forhold. Det er viktig å kommunisere med interessenter og samarbeidspartnere på et tidlig tidspunkt. Det vil innebære å kontakte bl.a. entreprenører¹¹, lånegivere og potensielle brukere av det ferdigstilte bygget.

I fase 2 må det iverksettes tiltak for å redusere risiko. Her er risikoen tilknyttet den aktuelle tomten av betydning og grunnforholdene må bl.a. vurderes. Utvikler må få ”kontroll” over aktuell tomt, men det er fortsatt stor risiko knyttet til om tomten er egnet eller ikke. Utvikler kan f.eks. sikre seg kontroll over en tomt uten å kjøpe den, gjennom en opsjonsavtale. Avtaler om kjøp eller opsjoner bør innholde en klausul om videre drift. Som tidligere nevnt bør det finnes en utgangsstrategi i hver fase og det er essensielt med en klausul som sikrer muligheten til å avslutte prosjektet. En eiendomsutvikler må videre sikre at prosjektet er i samsvar med øvrige planer for eiendomsutvikling i kommunen. Det vil på sikt sikre et godt samarbeid med aktuelle offentlige etater.

Fase 3 Teste om ideen er gjennomførbar

“A real estate project is feasible when the real estate analyst determines that there is a reasonable likelihood of satisfying explicit objectives when a selected course of action is tested for fit to a context of specific constraints and limited resources.”

(Miles et al. 2000 s. 338).

Miles et al. (2000) mener her at et prosjekt vil være gjennomførbart når det er stor sannsynlighet for måloppnåelse, innenfor visse rammer. Et krav er at den forventede verdien må overstige de forventede kostnadene. ”Stor sannsynlighet” er et abstrakt begrep som må klargjøres for hvert enkelt prosjekt. Sannsynligheten må bygge analyser

¹¹ I Norge er en entreprenør en som utfører selve byggingen på oppdrag av byggherren eller eiendomsutvikleren. På engelsk er ”entrepreneur” gjerne ensbetydende med det vi kaller byggeherre i Norge. Vi bruker likevel den norske betydningen av begrepet, selv om vi benytter utenlandsk litteratur.

fra flere aktører; offentlig sektor, samt juridiske, finansielle og byggetekniske forhold. Analyser omkring fremtidig etterspørsel og priser for eiendommer i det aktuelle området bør gjennomføres. Å teste gjennomførbarhet er i seg selv en måte å redusere risiko på. Tid og ressurser som legges ned i denne fasen vil gi utslag for den videre gjennomføringen av prosjektet.

Fase 4 Forhandle avtaler og fase 5 formell avtaleinngåelse

Vi har tidligere påpekt at det er mange aktører knyttet til utførelsen av et eiendomsutviklingsprosjekt. Å forhandle avtaler med potensielle aktører er en tidkrevende, men nødvendig prosess. I fase 4 må utvikler forhandle frem avtaler med lånegivere, designere, arkitekter og entreprenører. I tillegg bør det utarbeides avtaler med fremtidige brukere (leietakere eller kjøpere). Avtalene kan være gjensidig avhengig av hverandre og det kan gjøre prosessen krevende i form av innsats og tid.

I fase fem må utvikler formelt inngå avtaler som er forhandlet frem i fase fire.

Det er nødvendig at utvikler tar forbehold om fremtidige endringer i prosjektet. Behovet for fleksibilitet bør komme til uttrykk i avtalene.

Fase 6 Byggefase

Dette er en kostnads-krevende fase og derfor er det mer kritisk å avslutte prosjektet her enn tidligere. For en eiendomsutvikler er denne fasen mest preget av koordinering og ledelse av de øvrige aktørene. Et risikoforebyggende tiltak i denne sammenhengen er at utvikleren ofte betaler entreprenøren etter hvert som prosjektet skrider frem. Dette tiltaket sikrer også fremgang fra entreprenørenes side.

Fase 7 Klargjøre og åpne bygget

Etter byggingen må utvikler fokusere på design og interiør og ferdigstille arbeidet med salg og utleie. Det må vurderes om det bl.a. er behov for å innhente ansatte til videre drift av bygget og om finansielle avtaler skal endres til langsiktige lån. Dette er den siste fasen i eiendomsutviklingsprosessen. Eiendommen bør i stor grad være utleid eller solgt før denne fasen. Det er likevel knyttet risiko til fasen, da potensielle leietakere kan trekke seg ut eller kjøpere kan mangle finansiering.

Fase 8 Ledelse/forvaltning av bygget

I denne fasen er utviklingsprosjektet ferdig. Videre må det tas beslutning om hvordan bygget skal driftes videre. Dette avhenger av hvilket formål utvikler har med bygget. Enkelte utviklere ønsker å sitte med driftsansvar og andre ikke. Det er viktig å ha en god plan og ledelse omkring bygget for tiden etter ferdigstillingen, for å sikre fremtidige verdier.

3.3.3 14 faser i eiendomsutviklingsprosessen, Birrel og Bin (1997)

Birrel og Bin (1997) drøfter 14 faser eller hovedaktiviteter, i en eiendomsutviklingsprosess. Birrel og Bin (1997) ser på viktigheten av de enkelte fasene for å oppnå suksess som utfall av prosessen. Som fasene beskrevet av Miles et al. (2000) kan også disse fasene fremstilles sekvensielt, og fasene har ulike grad av viktighet. Birrel og Bin (1997) definerer følgende faser:

1 Mulighet/ lokalisering av tomt

Eiendomsutvikling starter ofte med en idé, basert på et motiv om inntjening. Ideen kan utspille seg fra en mulighet for å møte nåværende eller fremtidige behov i eiendomsmarkedet. Ideen fører til et behov for å lokalisere "riktig" tomt.

2 Markedsanalyser

Markedsanalyser er en forutsetning for å samhandle eiendomsutvikling med reelle markedsbehov, og er avgjørende for om et prosjekt bør påbegynnes eller ikke. Analysen bør inneholde vurderinger om tilbud og etterspørsel, konkurranseforhold og andre relevante forhold tilknyttet prosjektet. Det vil f.eks. være viktig å gjennomføre analyser omkring tomten og dens lokalisering, og analyser rundt det totale eiendomsmarkedet både nasjonalt og regionalt.

3 Kartlegging av påtenkt tomt

I denne fasen bør juridiske og fysiske sider ved den aktuelle tomten kartlegges før utvikler forplikter seg til et kjøp. Det er nødvendig å undersøke om det ligger noen reguleringsrammer for den aktuelle tomten, og for området rundt.

4 Gjennomførbarhetsstudie

På grunnlag av allerede gjennomførte analyser og undersøkelser, bør utvikler prøve å tilegne seg et realistisk bilde av kostnader og inntekter tilknyttet prosjektet. Dette vil

kartlegge behov for kapitalinvesteringer og ulike risikofaktorer, som igjen vil synliggjøre mulig lønnsomhetspotensial og avkastningsmål.

5 Innhenting av profesjonelt team

Det må besluttes om utvikler ønsker å gå videre med eiendomsutviklingsprosjektet. Beslutningen tas bl.a. på bakgrunn av foregående fase (gjennomførbarhetsstudie). Neste steg blir ev. å kontakte og inngå avtaler med nødvendige aktører for å utfylle bedriftens manglende kompetanse.

6 Finansiering

Det er vanlig at kortsiktige lån og egenkapital dekker de første fasene i eiendomsutviklingsprosessen. Når det er bestemt at prosjektet skal gjennomføres vil det være behov for å søke langsiktige lån. Dette vil gi bedre rentevilkår, sikre økonomisk stabilitet og være avgjørende for utviklers avkastning. Kortsiktige lån og kredittbetaling kan bli kostnadskrevende, og det bør fokuseres på å gjøre om ev. kortsiktige lån til et langsiktig banklån.

7 Byggesøknader

Byggesøknader må først og fremst være i tråd med ev. reguleringsplaner for den aktuelle tomten og området rundt. Innenfor eiendom er det flere nivåer av regulering og generell planprosess vil variere fra land til land.

8 Kjøp av tomt

Tomtekjøp er vanligvis den første store finansielle forpliktelse en utvikler påtar seg. Kjøp av tomt kan bl.a. innebære risiko i form av forurensing i grunnen eller andre grunnforhold av negativ betydning. Grad av risiko i forbindelse med tomtekjøp avhenger av om tomten er uregulert, regulert eller detaljregulert. Sistnevnte gir laveste form for risiko.

9 Design

Designfasen kan deles inn i fire trinn. Trinnene går fra en overordnet og konseptuel designlayout for tomten og området generelt, mens de siste trinnene omfatter detaljering. Vi kan f.eks. nevne arkitekttegninger, pris- og kostnadskalkyler, samt byggespesifikasjoner som stiller krav til kvalitet i forhold til materialer og maskiner som er nødvendig i byggeprosessen. Arkitekter og ingeniører utgjør i stor grad designteamet.

10 Anbud og kontraktsinngåelser

I dag blir det mer og mer vanlig å legge ut prosjekter på anbud, for å så å samle inn ulike tilbud og velge det som best passer det enkelte prosjektet. Valg av entreprenør er av stor betydning, da de i stor grad står for byggeprosessen. I en slik evaluering er nødvendigvis ikke bare prisen av betydning. Renommé i markedet og entreprenørens referanser bør også vurderes.

11 Byggefasen

I denne fasen er det viktig at eiendomsutvikler følger opp ev. innleid entreprenør og at tidsfrister evalueres fra dag til dag. Forsinkelser av det ferdige bygget kan bli kostbart for utvikler og kan få innvirkning på prosjektets avkastning.

12 Annonsering og mediedekning

Annonsering og mediedekning bør starte på et tidlig tidspunkt, og som nevnt er ikke eiendomsutviklingsprosessen lineær. Fasene i verdikjeden overlapper hverandre. Markedsanalyser som er gjennomført i startfasen bør også gi indikasjon på salgsprognoser, og hvilke og hvor mye annonsering som bør iverksettes. Markeds- og salgsarbeidet må tilpasses hvert enkelt prosjekt og ses i lys av de markedskreftene som preger prosjektiden, herav balansen i tilbud og etterspørsel.

13 Utleie

I hvilken grad prosjektet lykkes, vil i stor grad avhenge av om potensielle sluttbrukere av det ferdigstilte bygget er fornøyde eller ikke. Ofte vil utvikler forhåndsutleie deler eller det hele bygget for å sikre forutsigbarhet og inntekter. Dette medfører samtidig risiko i form av utbetaling av dagsbøter, dersom ferdigstillelsen blir forsinket.

14 Salg

Ved ferdigstillelse er siste fase å selge eiendomsprosjektet videre til en annen investor og prosjektet anses som avsluttet. Salg gir mulighet for å betale ned kortsiktig gjeld som er opparbeidet gjennom fasene i utviklingsprosessen. Det er først ved salg at utvikler kan måle reell avkastning på prosjektet.

De ovenstående modellene forklarer prosessene relativt likt, men med ulik detaljeringsgrad. Birrell og Bin (1997) har en meget omfattende modell, med fokus på de tidlige fasene. Miles et al. (2000) benytter seg av en mer overordnet modell.

3.4 Avkastning og risiko

3.4.1 Avkastning

Avkastningskrav

Et hvert prosjekt, eller investering, må ha et avkastningskrav for å avgjøre lønnsomheten til prosjektet. Gundersen (2009) definerer avkastningskrav som en *kalkulatorisk rente*, og det er subjektivt ut fra investors muligheter for alternative plasseringer. En annen definisjon er avkastningskrav som *forventet avkastning* kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet (Gjesdal & Johnsen 1999). Forventet avkastning vil si at kravet angår en *fremtidig avkastning som vi ikke kjenner i dag*, m.a.o. er avkastningskravet er en *alternativkostnad*. Avkastningen på investeringen skal dekke den avkastningen investor kan få på en alternativ plassering med lik risiko.

Beregning av avkastningskrav

Gundersen (2009) benytter f.eks. følgende oppsett på beregning av avkastningskrav på en utviklingseiendom;

	Risikopremie	Rente	Kjente begrep
Risikofri rente		4,5 %	10 års statobligasjonsrente
- Prisstigning	2,5 %	2,0 %	Realrente
+ Kredittrisiko	3,0 %	5,0 %	Lang reell lånerente
+ Generell eiendomsrisiko	1,5 %	6,5 %	Prime yield
+ Kontraktrisiko	1,0 %	7,5 %	Segment yield
+ Geografisk risiko	0,5 %	8,0 %	område yield
+ Utviklingsrisiko	1,0 %	9,0 %	Prosjektavkastningskrav
= Avkastningskrav		9,0 %	Realavkastningskrav
<hr/>			
+ Prisstigning		2,5 %	Inflasjon
= Kalkylerente		11,5 %	Nominelt avkastningskrav

Formel 1 Eksempel: Beregning av avkastningskrav på en utviklingseiendom (Gundersen 2009)

Formel 1 over, viser at avkastningskravet for en utviklingseiendom kan beregnes ved å ta utgangspunkt i en risikofri rente, for så å legge til risikopremier som reflekterer markedsrisikoen. Risikopremiene for kontraktrisiko, geografisk risiko og utviklingsrisiko knyttet til den aktuelle eiendommen, tallfestes også som en del av avkastningskravet.

Begrepet *yield* brukes som *standardbegrep* når vi snakker om avkastning på næringseiendom. Vi kan bl.a. nevne følgende definisjoner:

Netto leieinntekter dividert på eiendommens verdi (DNB Markets).

Realavkastningskrav på første års kontantstrøm (Finanstilsynet 2010).

Netto løpende husleie dividert på kjøpesum (Gundersen 2009 s. 18 og 19).

Begrepet har, som det ovenstående viser ulike definisjoner. Oppsummerende kan *yield* betegnes som et mål på avkastning.

Morten A. Malling fra Eiendomshuset Malling & Co skriver i artikkelen "Ikke la deg lure av *yielden*" (2005) at *yielden skal si noe om hvor mye kjøper betaler for en eiendoms kontantstrøm*. I artikkelen poengterer Malling at aktører i eiendomsbransjen har ulik oppfattelse av hva det koster å drifte en eiendom, og at dette er et problem i forhold til bruken av begrepet. Under- eller overvurdering av kostnadene ved å drifte et bygg, vil f.eks. gjøre det vanskelig å sammenlikne ulike eiendommer hva gjelder avkastning. Gundersen (2009) poengterer at *yield er et usikkert begrep* på forventet avkastning, og at den ikke er sammenliknbar, grunnet aktørers ulike vurderinger av kostnader. Til tross for usikkerheten knyttet til bruk av begrepet, er det et avkastningsbegrep som brukes i utbredt grad, også av media. Dette kan ha sin forklaring i at *oppfattelsen* av *yield* er at den er enkel å beregne, og at tallinformasjon som husleiepriser og salgssummer er lett tilgjengelig.

Veid kapitalkostnad - WACC

I Gundersen (2009) sitt eksempel på å beregne avkastningskrav for en utviklingseiendom ovenfor, påvirkes avkastningskravet av risikopremiene som kalkuleres. På investorsiden derimot er det avgjørende å kartlegge og kontrollere investert egenkapital på et prosjekt, opp mot andre investeringsalternativer. For å kontrollere dette benytter Gundersen (2009) *veid kapitalkostnad; Weighted Average Cost of Capital, WACC*.

WACC gir en veid sum av kostnaden for egen- og fremmedkapital, se følgende formel:

$$WACC = \frac{E}{V} \times Re + \frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc)$$

Formel 2 Formel for veid kapitalkostnad, WACC

Hvor:

D: Gjeld	E/V: Egenkapitalandel
E: Egenkapital (EK)	Rd: Gjeldsrente
V: E+D	Re: Egenkapitalkrav
D/V: Gjeldsandel	Tc: Skatteprosent

Meel (2009 I: Røsnes & Kristoffersen 2009) benytter veid kapitalkostnad og legger til en risikopremie for egenkapitalen. Vi kan illustrere formelen (se formel 3 under) ved å f.eks. sette veid egenkapitalandel på 70 prosent og en fremmedkapitalandel på 30 prosent, gjennom følgende oppsett:

$$\begin{aligned}
 & 0,7 \times (\text{Risikofri rente} + \text{Risikopremie}) \\
 + & 0,3 \times ((1 - \text{Skatteprosent}) \times (\text{Rente på lån fra finansinstitusjon})) \\
 = & \text{Sum veid kapitalkostnad}
 \end{aligned}$$

Formel 3 Formel for veid kapitalkostnad (Meel 2009)

Fastsettelse av risikopremie vil i praksis bygge på erfaringsdata, men også erfarne utviklere vil gjøre slike beregninger basert på skjønn (Meel 2009 I: Røsnes & Kristoffersen 2009). Den veide kapitalkostnaden brukes som en diskonteringsrente for å beregne nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i en kontantstrømanalyse.

3.4.2 Risiko

Risiko vil være et sentralt begrep i vår oppgave. Derfor er det viktig å avklare betydningen av begrepet i oppgavens sammenheng. I næringslivet går grad av risiko og inntjening hånd i hånd. I et intervju til HegnarOnline (2011), sier Paal E. Karstensen, aksjesjef i DNB Markets, følgende: "det høres kanskje ut som en klisjé, men det er når risikoen er størst at mulighetene også er det." Usikkerhet er i likhet med risiko et omtalt begrep i eiendomsbransjen generelt, og de to begrepene brukes om hverandre. Miller et

al. (2000) sier at risiko ofte kan uttrykkes statistisk, mens usikkerhet benyttes om forhold der konsekvensene er mer uklare. Kaplan og Garrick (1981) gir følgende eksempel; du får beskjed om at du har arvet penger, det er enten 100 000 kr eller 200 000 kr. Det er altså usikkert hvor mye du arver, men det er ingen risiko knyttet til arven. Skillet mellom risiko og usikkerhet er ikke entydig, men vi vil fokusere på risikobegrepet og dets innhold.

Risikobegrepet

Haugrønning et al. (2011 s. 19) definerer risiko som: *"... hvem som må bære det økonomiske tapet ved uforutsette hendelige uhell eller forhold som leder til påfølgende økonomiske tap. Risiko retter seg i utgangspunktet mot fremtidige hendelser. Den som bærer risikoen er som regel også den som tilkommer motposten til risikoen, nemlig mulighetene eller fortjenesten."*

Miller et al. (2000 s. 76) definerer risiko i tre deler og legger vekt på interaksjonen mellom disse: *"... the possibility that events, the resulting impacts, the associated actions, and the dynamic interactions among the three may turn out differently than anticipated."* Enkelt sagt er risiko sannsynligheten for avvik fra det forventede resultatet. Et avvik kan ha både direkte og indirekte konsekvenser. Derimot har Hamilton (1996) fokus på begrepet mål og ikke en forventet (anticipated) tilstand slik Miller et al. (2000) har. Hamilton (1996) gir uttrykk for at risiko er faren for at en hendelse skal ha negativ innvirkning på et fastsatt mål, samtidig som det kan oppfattes som en mulighet. Dette underbygger Hamilton (1996) bl.a. med at risiko og mulighet er uttrykt likt i det kinesiske språket. Kolltveit (2002) definerer usikkerhet til å omfatte både muligheter og risiko. Det er kanskje grunnlag for å si at muligheter, risiko og usikkerhet er begreper som går om hverandre. Det er nødvendig å påpeke at risiko ikke utelukkende brukes om negative konsekvenser. Risiko vil gi *rom for avkastning*. I vår oppgave finner vi det *mer presist å se på risiko som et avvik fra en forventning enn fra et mål*.

Risiko i eiendomsutvikling

Nordahl (I: Røsnes & Kristoffersen 2009 s.109) sier at: *"Eiendomsutvikling er en virksomhet med høy risikofaktor, uavhengig av reguleringsvedtakene. Den viktigste årsaken til dette er usikkerhet knyttet til utbyggingskostnader, de store markedssvingningene innenfor eiendomsmarkedet generelt og boligmarkedet spesielt..."*

Barlindhaug og Nordahl (2005) definerer fire former for risiko i eiendomsutvikling: Reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko.

1 Reguleringsrisiko

Barlindhaug og Nordahl (2005 s. 9) definerer reguleringsrisiko som: *"... usikkerhet omkring innholdet i den endelige reguleringsplanen, tiden og kostnaden forbundet med behandlingen av reguleringsplanen."* Risikoen omfang avhenger av om tomten blir regulert til ønsket formål og til riktig tid. Den er ikke knyttet til prisen på tomten.

Christian Joys, administrerende direktør i Avantor AS (2010) benytter begrepet politisk risiko, og ikke reguleringsrisiko. Disse begrepene har noe forskjellig betydning. Politisk risiko innebærer også usikkerhet rundt verneverdige forhold, forurensing og andre innsigelser som ikke er direkte knyttet til reguleringsplanen (Joys 2010). Risiko tilknyttet rekkefølgebestemmelser er også politisk risiko. I følge Ot.prp. nr. 22 (2004-2005) er rekkefølgebestemmelser knyttet til at vilkår om infrastruktur og sosial service er oppfylt før utbygging gjennomføres, f.eks. kan det være ulike krav til et potensielt utbyggingsområde for bolig. Her kan vi nevne OBOS sitt boligprosjekt i Kværnerbyen, som et godt eksempel på oppnådd barnehagedekning i tidlig fase av utviklingen av bydelen.

2 Finansieringsrisiko

Denne risikotypen er knyttet til finansielle forhold. I hvilken utstrekning har eiendomsutvikler mulighet for å anskaffe fremmedkapital i form av lån o.l.? Det er knyttet risiko til lånemuligheter hos banker og andre lånegivere. Rentenivået vil bl.a. påvirke utviklingen i markedet, som igjen kan ha innvirkning på grad av krav til egenkapital.

3 Markedsrisiko

Markedsrisikoen er knyttet til hva markedet er villig til å betale for kjøp/leie av eiendommen i fremtiden (Barlindhaug & Nordahl 2005). Markedsrisikoen påvirkes av flere faktorer som bl.a. beliggenhet, prisutvikling og tilgang på bolig/ næringseiendom, og demografiske trender. Denne risikotypen er tett knyttet til etterspørsel og tilbud eiendomsmarkedet.

4 Produksjonsrisiko

Produksjonsrisiko, utbyggingsrisiko eller byggekostnadsrisiko, er alle begreper knyttet til kostnader ved utbygging av eiendom. Utvikler møter risiko knyttet til entreprenørtjenester. Disse påvirkes av pris på materialer, tilgang og pris på arbeidskraft, og pris på andre underleveranser (Barlindhaug & Nordahl 2005). Byggekostnadsrisiko omfatter risiko knyttet til kalkulerte byggekostnader som kan overskrides pga. dårlig planlegging eller uforutsette hendelser (Haugrønning et al. 2011 s. 19). Under produksjonsrisiko faller også risiko knyttet til grunnforhold, som kan utgjøre en vesentlig kostnadsøkning.

Risikohåndtering i eiendomsutvikling

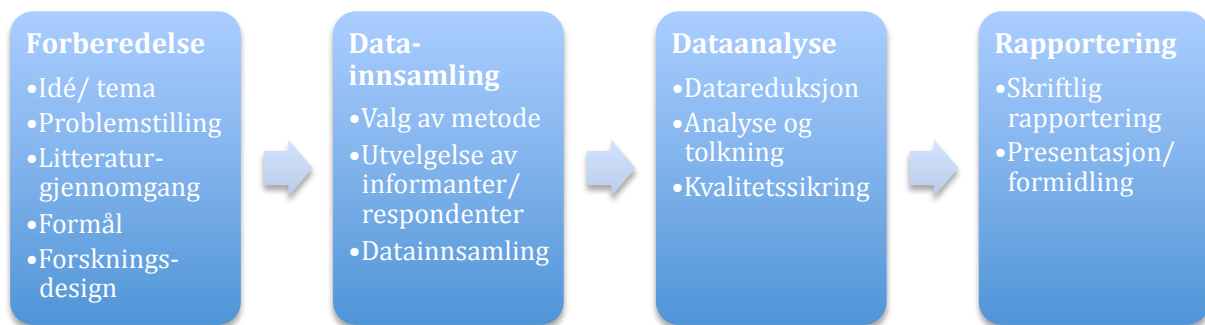
Miles et al. (2000 s. 49) oppsummerer seks måter for risikoredusering i de åtte fasene i eiendomsutvikling:

- 1 Unngå risiko ved å legge ned prosjektet i løpet av de tre første fasene, før det blir investert mye kapital.
- 2 Bruk lang tid på fase tre. Å undersøke/teste om prosjektet er gjennomførbart vil gi mye nyttig informasjon.
- 3 Forebygge tap ved å forhandle gode avtaler med kompetente entreprenører, arkitekter og andre aktører.
- 4 Forhandle frem avtaler i fase fire som sikrer deling av et ev. tap mellom byggherre og entreprenør om prosjektet blir forsinket eller ikke fullføres.
- 5 Kjøp av forsikringer for de siste tre fasene kan redusere et ev. tap.
- 6 Ta eller forvent risiko. Iverksetting av ulike tiltak kan redusere risiko i en viss grad, men en utvikler må være forberedt på å ta noe risiko.

Grundig planlegging og bruk av nødvendig kompetanse i aktivitetene som skal gjennomføres i tilknytning til et prosjekt, er avgjørende for grad av risiko. Dette gjenspeiler viktigheten av å fokusere på den enkelte bedrifts kjerneområde, som tidligere nevnt. Enkelt sagt er en form for risikohåndtering å sette ut deler av aktivitetene i verdikjeden eksternt. Beslutningen må baseres på om andre kan gjøre samme jobb bedre og/eller til en lavere kostnad enn selskapet selv. En eiendomsutvikler vil imidlertid alltid være utsatt for risiko som de i mindre og/eller ikke i noen grad kan påvirke selv. Makrobildet er f.eks. en avgjørende og ikke-påvirkbar faktor.

4 Metode

Metode er en viktig del av arbeidet med mastergradsoppgaven. Her vil vi se på hvorfor og hvordan vi skal samle inn korrekt og innholdsrik informasjon. Metodeprosessen består av flere valg som omhandler utvelgelse av informanter, hvordan datainnsamlingen skal foregå og dataanalyse. Det vil også være nyttig å se på etiske hensyn og evaluering av utredningen. Tilslutt vil vi reflektere over oppgavens utforming i et kritisk perspektiv. Forskningsprosessen kan oppsummeres i følgende figur:



Figur 6 Sammendrag av forskningsprosessen (Johannessen et al. 2010 s. 34)

4.1 Forberedelse

De fire første momentene i forberedelsesdelen har vi presentert i de to foregående kapitlene: 1 Innledning og 2 Litteratur.

4.1.1 Forskningsdesign

Valg av forskningsdesign er knyttet til hva og hvem som skal undersøkes, og hvordan undersøkelsen(e) skal gjennomføres. I forskning betegnes dette som design, forskningsdesign (Johannessen et al. 2010 s. 73). Forskningsdesign innebærer alt som knytter seg til en undersøkelse, m.a.o. å planlegge. Forskningsspørsmålet og dens formulering vil være plattformen for valg av forskningsdesign. Vi skiller i hovedsak mellom kvalitativ og kvantitativ metode, ev. en kombinasjon av disse to, et todelt design. Vår overordnede forskningsstrategi vil være av kvalitativ sjanger, da problemstillingen er av en eksplorerende karakter. Vi ønsker å forstå mer av HAV sin posisjon som eiendomsutvikler i Bjørvika-området.

Kvalitativ tilnærming kjennetegnes av fravær av analytisk hovedretning og dette gir et stort mulighetsrom. Likevel må vi presisere at denne mangfoldigheten ikke må forveksles med at "anything goes". Askheim og Grenness (2008 s. 13) oppgir følgende credo for kvalitative metoder: "... *Metoden skal tjene forskeren, forskeren skal ikke bli*

slave av metoden". Dette vil si at kvalitative metoder gir stor grad av fleksibilitet, og i tillegg er resultatene kontekstavhengige. Kvalitativ metode er eksplorerende, og søker dypere forståelse av det aktuelle forskningsmålet. Enkelt sagt er det naturlig å velge kvalitativt forskningsdesign der svaret på problemstillingen i seg selv ikke er gjennomslutning.

Der kvalitativ forskning kjennetegnes som fortolkende og teoriutviklende, er kvantitativ forskning mer analytisk og teoritestende. Den kvantitative retningen resulterer ofte i en stor mengde data som kan kategoriseres, i form av tallverdier som analyseres statistisk. Fenomenet som undersøkes kan forklares gjennom opptelling av dataene, og resultatene er i stor grad generaliserbare. Denne metoden gjennomføres i en lineær forskningsprosess, mens den kvalitative derimot er iterativ, sirkulær. Et hovedskille er at resultatet som oftest fremstilles tallmessig ved kvantitativ metode, mens kvalitativ metode presenteres gjennom ord og tekst, og med tilhørende modell. Vi vil beskrive alle faser i forskningsprosessen og et etablert forskningsdesign vil lette arbeidet videre, se neste avsnitt for utdyping av casedesign.

4.1.2 Casedesign

Det er ønskelig å finne mye informasjon om et avgrenset område (se problemstilling), og ofte kan utvalget i casestudie representere noe typisk, f.eks. en type bransje eller sektor generelt (her eiendomsutviklingsbransjen). Robert K. Yin (2007) definerer (ifølge Johannessen et al. 2010 s. 199) casestudier slik: *"En casestudie er en empirisk undersøkelse som studerer et aktuelt fenomen i dets virkelige kontekst fordi grensene mellom fenomenet og konteksten er uklare."*

Videre har Yin (2007) (ifølge Johannessen et al. 2010 s. 86 og 87) beskrevet fem komponenter som er relevante for gjennomføringen av casestudier, kort oppsummert slik: (1) problemet hentes ofte fra praksis og spørsmålene (intervjuguiden) berører prosessen (hvorfor eller hvordan noe skjer) og spørsmål som handler om forståelse (hva, hvorfor og hvordan), (2) forskeren gjør seg ofte noen antakelser etter å ha stilt noen grunnleggende spørsmål, og disse leder til videre undersøkelser, (3) forskningsspørsmålet konkretiserer en gruppe (eiendomsutviklingsbransjen) som casestudie omhandler. Når det gjelder de to siste komponentene omhandler dette gjennomføringen, men likevel antar vi at (4) det foreligger en logisk sammenheng

mellom de data vi ønsker å innhente og våre teoretiske antakelser (teoristyrte). Til sist (5) antar vi at det er mulig å tolke funnene i de fire foregående komponentene, opp mot det som finnes av eksisterende (generell) teori på området (Johannessen et al. 2010). Casedesign er godt tilpasset vår oppgave, da vi ønsker å få mest mulig informasjon om et avgrenset område.

Stake (2000) skiller (ifølge Askheim & Grenness 2008) mellom "instrumental case studies" og "intrinsic case studies". I det første tilfellet er poenget å øke den spesielle kunnskapen om fenomener som det utvalgte caset (HAV) kan belyse, mens caset selv er av sekundær interesse. Den andre hovedtypen har til hensikt å forstå mer av den spesielle caset og det er caset selv som står sentralt. Vi har ovenfor nevnt at kvalitative studier i stor grad preges av fleksibilitet. Det er også tilfellet i vårt forskningsstudie. Hensikten med utredningen er å finne ut hvilke momenter som er aktuelle for HAV (caset) å kartlegge ved valg av posisjonering i verdikjeden, basert på beskrivende data innsamlet fra andre eiendomsaktører. HAV, eller caset, er av både primær og sekundær interesse slik vi ser det. Rammen rundt oppgaven vil bære preg av å være et instrinsic case, ettersom vi ønsker å kartlegge HAV sin unike posisjon som tomteeier og eiendomsutvikler i Bjørvika-området.

4.2 Datainnsamling

4.2.1 Valg av metode

Det er ikke valg av teori og forskningsmetode som bestemmer forskningsspørsmålet, men omvendt (Johannessen et al. 2010 s. 59). Forskingsspørsmålet vårt er kort oppsummert valgt på bakgrunn av tilegnet kunnskap om verdikjede og dens omfang under mastergradsstudiet, nysgjerrighet på eiendomsutviklingsbransjen, og av mulighet for skriving og løpende oppfølging fra HAV. Ut fra vår problemstilling ønsker vi å se på hvilke momenter HAV bør kartlegge ved valg av posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling i Bjørvika-området. Vi ønsker å forstå mer av deres posisjon og ikke minst selskapets muligheter til verdiskaping som eiendomsutvikler i Bjørvika. Videre har vi definert tre delproblemstillinger, se avsnitt 1.3. For å besvare oppgaven vil vi gjennomføre intervjuer med seks eiendomsaktører. Dette vil gi oss ulike innfallsvinkler, og øke forståelsen rundt HAV sin aktivitet. For vår utredning vil det være naturlig å

gjennomføre en eksplorativ casedesign, som regnes som det typiske kvalitative designen (Askheim & Grenness 2008 s. 68).

4.2.2 Utvelgelse av informanter

I følge Johannessen et al. (2010 s. 104) kjennetegnes kvalitative metoder av at vi ønsker å få mye informasjon (data) fra et begrenset antall personer, betegnet informanter. Det er vanskelig å konkret si noe om hvor mange intervjuer som er nok i et forskningsstudie. Ettersom vi ønsker å få mest mulig kunnskap om vårt forskningsspørsmål, og vi ikke skal foreta statistiske generaliseringer, vil vi rekruttere informanter gjennom strategisk utvelgelse. Valget å ikke foreta statistiske generaliseringer, er fordi problemstillingen vår ikke kan besvares ut fra et ja-/nei perspektiv, m.a.o. det foreligger ingen fasitsvar pga. kompleksiteten rundt caset. Eiendomsutvikling er en konkurranseutsatt bransje som høyst påvirkes av svingningene i makrobildet. Målgruppen vår er eiendomsaktører som til sammen utgjør hele rolle- og aktivitetsspekteret innenfor verdikjeden for eiendomsutvikling, m.a.o. vår rekrutteringsstrategi. Gjennom vår kontaktperson i HAV, Bernt N. Skøien, fikk vi kontaktliste med e-postadresser og telefonnumre til ni aktuelle aktører. Vi kontaktet samtlige på listen, i tillegg til tre aktører utenom. Utgangspunktet for utvelgelse av informanter i kvalitative undersøkelser er hensiktsmessighet, ikke representativitet.

Tabell 2 Oversikt over strategisk utvalgte informanter

Strategisk utvalgte informanter	Kontaktliste fra HAV Eiendom AS	Kontaktet på egenhånd
Fornebu Utvikling AS	X	
Hadrian Eiendom AS	X	
Eiendomshuset Malling & Co AS	X	
Norwegian Property ASA	X	
OBOS	X	
Oslo S Utvikling (OSU) AS	X	
Selvaag Gruppen AS		X
Skanska Bolig AS	X	
Statsbygg		X
Stor Oslo Gruppen AS	X	
Tjuvholmen KS		
Veidekke Eiendom AS		X

4.2.3 Datainnsamling

Johannessen et al. (2010) sier det er to grunnleggende forskjellige måter å samle inn egne kvalitative data på, gjennom observasjon eller intervju. Skillet er likevel ikke entydig. Vi vil benytte oss av intervju som metode, der dataene bygger på hva informanten sier i samtalen. Opprinnelig var dybdeintervju en forholdsvis ustrukturert samtale mellom moderator og en informant, men vel så ofte vil moderator være styrt av en intervjuguide, slik vi på forhånd av intervjugjennomføringen har utarbeidet. En mer presis betegnelse på intervjutypen i denne studien er halvstrukturerte intervjuer eller kvalitative intervjuer, som er blitt mer og mer vanlig å bruke (Askheim & Grenness 2008). Vi har hatt fokus på at menneskers erfaringer og oppfatninger best kommer fram når informanten kan være med på å bestemme hva som tas opp i intervjuet, slik Johannesen et al. (2010) beskriver. Bruk av intervjuguide gjorde intervjuene våre bevegelige og vi kunne enkelt tilpasse spørsmål, temaer og rekkefølge naturlig under det enkelte intervjuet. Informantene ga svar på det de kunne og formulerte svarene med egne ord. Utarbeidelsen av intervjuguiden er basert på temaene som springer ut av problemstillingene undersøkelsen vår skal belyse. Intervjudataene ønsker vi å materialisere i tekst, og vi vil benytte lydopptak (gitt at informant samtykker) for å dokumentere detaljer.

Vi vil også samle inn og bruke offentlige tall fra årsrapporter o.l. til å sammenlikne nøkkeltall i tilknytning til oppgavens problemstilling. Både primær- og sekundærdata blir benyttet i denne oppgaven. Sekundærdata (herav kapittel 2 Litteratur) har fungert som et utgangspunkt for utarbeidelsen av intervjuguiden, og opptrådt som en støttefunksjon gjennom oppgaven. Med primærdata mener vi i denne sammenhengen data vi innhenter gjennom intervjuene. Per i dag har vi heller ikke funnet tidligere tilsvarende forskning på emnet.

4.3 Dataanalyse

Analyse og tolkning av data kan gjøres på mange måter og vi vil nå redegjøre for valg av analyseteknikk i denne oppgaven. Før analysedelen har vi renskrevet intervjuene, sendt de ut for ev. rettinger fra informantenes side og fått godkjenning for bruk. Videre har vi prøvd å redusere, systematisere og organisere datamaterialet for å legge et godt grunnlag for analysen, se kapittel 5 (Bakgrunns materialet for analysen). Dette ble et viktig styringsverktøy for det videre arbeidet med analysen. Analyse av kvalitative data

vil i større grad være en kreativ prosess enn ved den kvantitative tilnærmingen. Vi skisserte ulike tanker og oppsett omkring analysekapittelet. For å følge prinsippet om forenkling, valgte vi å lage detaljerte tabeller med svar fra spørsmålene i intervjuguiden i tilknytning til de tre delproblemstillingene. Dette utgjorde et godt utgangspunkt for selve drøftingsdelen og videre arbeid. Arbeidet med de tre analysedelene tilknyttet delproblemstillingene (2.1), (2.2) og (2.3) foregikk noenlunde parallelt, samtidig som vi underveis fikk ideer omkring temaer til besvarelsen av problemstillingen (1).

4.4 Rapportering

Innenfor kvalitativ forskning vil tid, reliabilitet, manglende standarder og det å unngå subjektiv synsing være av de aktuelle utfordringene. I denne delen vil vi se på etiske hensyn, evaluering av undersøkelsen i henhold til pålitelighet (reliabilitet) og troverdighet, og generell refleksjon omkring oppgaven

4.4.1 Etiske hensyn

I forhold til etiske avveininger innenfor kvalitativ forskning bør det vektlegges å unngå ulike biaser. Forutinntatthet som følge av eget verdisyn, erfaringer og forventninger, vil kunne bidra til en usymmetrisk tolkning av den innsamlede dataen (Askheim & Grenness 2008).

Før vi gjennomførte intervjuene testet vi lydopptakerne, henholdsvis en *Sony MD Walkman Digital Recording MZ-R50* og en *Olympus Digital Voice Recorder VN-750*. Disse fungerte bra og vi valgte å ha to for sikkerhets skyld, samt at det var hensiktsmessig for å dele inn arbeidet med renskrivingen av intervjuene.

Gjennomføringen av intervjuene opplevde vi i helhet som positiv. Informantene var blide og fokuserte, selv om vi opplevde at det var varierende hvor forberedt de var. Så langt det lot seg gjøre, forsøkte vi å forholde oss til rollen som intervjuere og unngå å stille ledende spørsmål. Vi fokuserte på å la informanten snakke fritt omkring emnene i intervjuguiden, mens vi forsøkte å styre intervjuet etter spørsmålene.

Informantene fikk tildelt intervjuguiden på forhånd. Dette mente vi ville gi de mulighet til å forberede seg, og gi oss reflekterte og konkrete svar. Vi følte ikke at de møtte med forutinntatte holdninger og svar, selv om de i enkelte situasjoner påtok seg ekstra betenkningstid før de svarte. Videre ble alle informantene spurt om det var greit at vi

tok lydopptak av intervjuene, noe alle samtykket. Dette var viktig for oss i henhold til dokumentering, med den hensikt å skrive intervjureferat og gjøre korrekte siteringer. Vi sendte ut alle intervjureferatene til informantene for godkjenning. Enkelte av informantene endret noe av innholdet før de godkjente innholdet.

4.4.2 Evaluering av undersøkelsen

En viktig del av arbeidet er å evaluere selve undersøkelsen og dens prosess. Vi vil fokusere på to begreper: oppgavens pålitelighet (reliabilitet) og gyldighet (validitet). Det er ofte vanskelig å vurdere pålitelighet og gyldighet i kvalitative studier. Det gjelder også vårt studie. I tradisjonell forstand er ikke utredningen gjenstand for generalisering. Likevel vil oppgaven bære preg av enkelte *best practices* funn.

I følge Askheim og Grenness (2008) vil de undersøkte personene i en kvalitativ studie, subjektene, fungere som kontrollere i forhold til påliteligheten. Dette vil bl.a. skje gjennom tilbakemeldinger (feedback) fra informantene på de innhentede dataene. I denne sammenheng har vi som tidligere nevnt sendt informantene intervjureferat til godkjenning, basert på lydopptak, i etterkant av intervjuene. Dette ble også uttrykt til informantene i forkant av intervjuene. Videre er det flere forhold i omgivelsene, datainnsamlingen, bruk av intervjuguide og omstendighetene generelt under analysen som kan virke inn på resultatene (Askheim & Grenness 2008). Intervjuene foregikk på informantenes hovedkontor og vi hadde utlevert intervjuguiden på forhånd. Møtetidspunkter ble med hensikt fra vår side foreslått av informantene selv. Vi la vekt på å forholde oss som intervjuere under gjennomføringen, og prøvde i den grad det var naturlig å strukturere intervjuet etter guiden. Settingen rundt intervjuene opplevdes positivt og avslappende.

Når det gjelder gyldigheten eller validiteten av studien, dvs. om vi har målt det vi ønsker å måle. I kvalitativ forskning er det ingenting som konkret skal måles. Fokuset vil heller ligge på hvorvidt våre resultater reflekterer formålet med undersøkelsen og representerer den virkelighet vi er ute etter å fange inn. "*Face validity*" betyr å evaluere hele undersøkelsen: å sette problemstillingen, metoden som ble valgt og resultatene sammen. Intervjuguiden utgjør plattformen for oppgaven, og ble nøye formulert. Slik vi ser det i ettertid har vi slått sammen et par spørsmål i guiden, og fjernet to underspørsmål som ikke ble besvart av informantene. Modellen vi utarbeidet som

vedlegg til intervjuguiden har vist seg å være nyttig under intervjugjennomføringene, og har fungert som et styrende hjelpemiddel. På generell basis vil vi si at sammenhengen og gyldigheten av undersøkelsen reflekterer oppgavens helhet. Vi har etter beste evne arbeidet for å ha en transparent prosess gjennom arbeidet med oppgaven. Dette har vi gjort ved å bevisst bruke metodetrianglering, bruk av flere innsamlingsmetoder. Bruk av intervju, løpende muntlig kommunikasjon med informantene, veiledere og vår kontaktperson hos HAV, samt supplerings av litteratur gjennom skriftlige kilder, vil øke sannsynligheten for å produsere korrekt og beskrivende data. I sin helhet øker dette kvaliteten på utredningen.

4.4.3 Refleksjon

Utredningen har stilt en rekke metodiske krav, og bevisstgjøring omkring gjennomføring av intervjuer og aktuelle hensyn i denne sammenheng, har vært en forutsetning. Vi har vektlagt de etiske kravene som stilles til en slik oppgave på et tilfredsstillende nivå. Generelle normer for vitenskapelig praksis skal også etterleves. Vi har opplevd arbeidet med utredningen som positivt, men utfordrende.

Intervjuprosessen er tidkrevende og består av mange elementer. Videre har vi vært bevisst på to forhold:

(1) hensyn til om hvorvidt informantene ønsker anonymisering eller ikke, og

(2) om oppgaven av hensyn til HAV Eiendom AS skal gjøres konfidensiell eller ikke.

Anonymisering av informantene ble etter deres eget ønske ikke nødvendig¹². Videre ble det per 07.12.2011, bestemt at oppgaven gjøres konfidensiell i fem år.

I avslutningsfasen av denne metodedelen vil vi påpeke at resultatet av denne utredningen er ment å fokusere på ulike momenter som HAV bør vurdere i beslutninger om posisjonering i verdikjeden til de enkelte prosjektene (tomtene) i Bjørvika, m.a.o. ikke komme med en konkret anbefaling. Det er utredningen for snever til. Momentene er for øvrig basert på beskrivende data som er samlet inn fra intervju med seks eiendomsaktører.

¹² Avklart etter intervju nummer seks (siste) med Veidekke, fredag 21. oktober.

5 Bakgrunnsmaterialet for analyse

Først vil vi kort presentere bakgrunnsmaterialet for analysedelen. Det vil omfatte: bakgrunn for utarbeidelsen av intervjuguiden og videre arbeid, respons fra strategisk utvalgte informanter, valg av antall intervjuer, presentasjon av informantene som deltok i undersøkelsen, modell med oversikt over aktørene og oppsummerende svar (kortfattet) fra spørsmålene 1-15 i intervjuguiden.

5.1 Intervjuguiden med egen utarbeidet verdikjedemodell

For å besvare overordnet problemstilling og delproblemstillinger, utarbeidet vi en intervjuguide (vedlegg 2), med spørsmål tilknyttet verdikjede og eiendomsutviklingsfaser, avkastning og risiko. Spørsmålene er utgangspunktet for besvarelsen av de tre delproblemstillingene, og omhandler eiendomsutvikling og verdikjedeanalyse i et generelt perspektiv. I den overordnede problemstillingen vil vi på bakgrunn av funnene i de tre delproblemstillingene, trekke ut momenter som gjelder HAV som tomteeier og eiendomsutvikler i Bjørvika-området.

Utgangspunkt for arbeidet med intervjuguiden og for videre arbeid med oppgaven, fant vi det hensiktsmessig å utarbeide en egen verdikjedemodell for eiendomsutvikling, som tidligere nevnt. Den ble laget på egenhånd ut fra litteratur- og pensumgjennomgang. Metodisk følte vi også at det var riktig å ha en modell med som vedlegg i intervjuguiden, for å kunne bruke denne som illustrasjon og tankevekker under gjennomføringen av intervjuene.

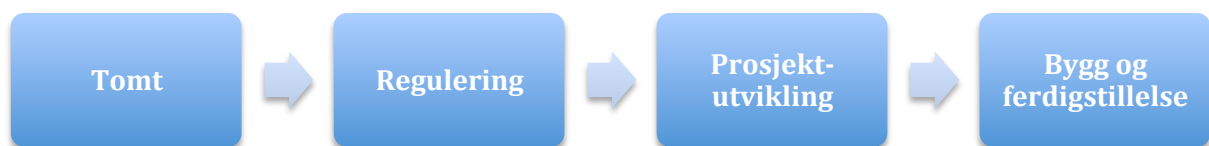
Vi utarbeidet følgende to modeller med utdypende tekst før intervjuprosessen startet:

Modellene – fra overordnet faseinndeling til verdikjede for eiendomsutvikling

Birrel og Bin (1997) sier i at eiendomsutviklingsprosessen begynner med en ide som skaper behov for et bygg, derav en tomt. På en annen side nevner de at starten på et eiendomsutviklingsprosjekt gir en mulighet for avkastning for en eller flere parter. Det er viktig å være klar over at det ligger mulighet for verdiskapning i alle aktivitetene i verdikjeden. Tilsvarende er det ulike risikomomenter å vurdere under de ulike aktivitetene. Behovet og mulighetene for finansiering av et eiendomsutviklingsprosjekt i sin helhet, er avgjørende for hvor langt i verdikjeden en utvikler har mulighet til å gå. Enkelte eiendomsutviklingselskaper opererer i ulike deler av verdikjeden, andre i flere

ledd samtidig. Bruk av tverrfaglig kompetanse, økonomiske metoder og analyser er nødvendig for å gjennomføre et prosjekt fra A til Å. Avkastning og risiko er to nøkkelbegreper. Vi kan si at de går hånd i hånd på den måten at ønske om høyere avkastning, går parallelt med både evnen og viljen til å ta høyere risiko.

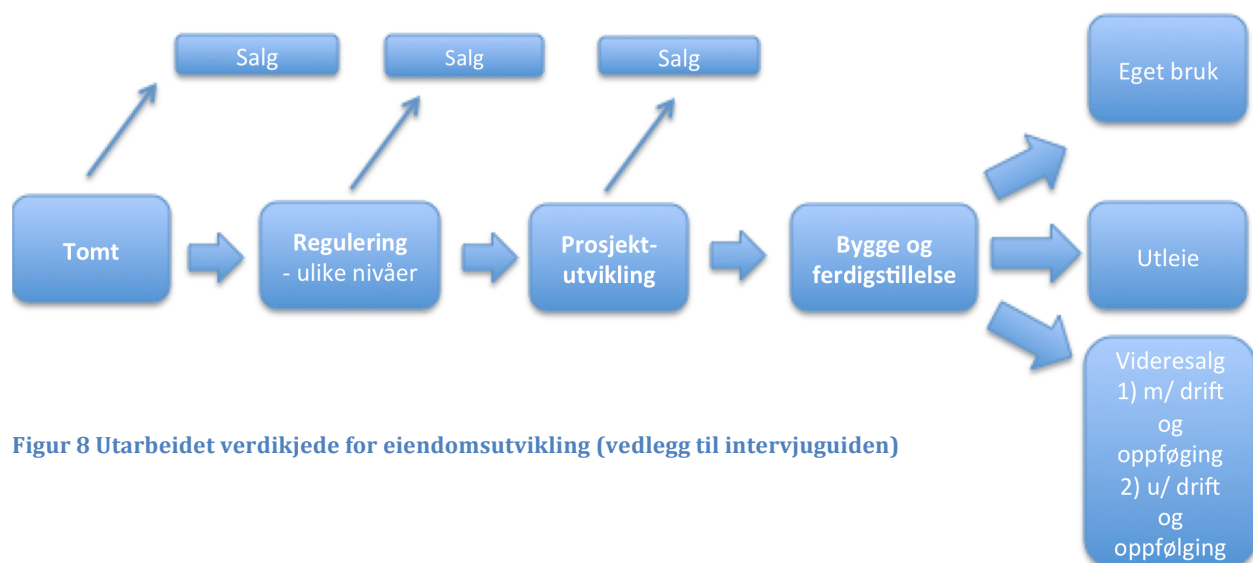
Ut fra modellene innenfor teori om verdikjede og eiendomsutvikling ovenfor, har vi kommet frem til følgende bransjespesifikke faseinndeling under verdikjede for eiendomsutvikling, sett ut fra rammene for vår oppgave:



Figur 7 Utarbeidet modell - faseinndeling for eiendomsutvikling

Dette er en overordnet modell som viser fasene eller aktivitetene som er vesentlige for videre arbeid med oppgaven. Enhver aktivitet i verdikjeden gir som tidligere nevnt, mulighet for verdiskapning, som bunner på grad av villigheten til å ta risiko.

Utfordringen til enhver eiendomsutvikler ligger i hvor de skal posisjonere seg i verdikjeden for å oppnå maksimal avkastning, m.a.o. hvor risikoovers eiendomsutvikleren? Et risikoovers selskap er kun villig til å påta seg ekstra risiko dersom det vil gi tilsvarende ekstra inntjening. Eiendomsutviklingsprosjekter kan selges i ulike faser og på ulike tidspunkter innenfor en fase. Under vil vi presentere en mer detaljert modell av verdikjeden med tilhørende utgangsstrategier (salg og utleie), som vil være aktuell for et selskap som HAV:



Figur 8 Utarbeidet verdikjede for eiendomsutvikling (vedlegg til intervjuguiden)

Tomt

Avsnittet over viser at teori og empiri som i dag foreligger påpeker at de fleste eiendomsutviklingsprosjekter starter med en idé eller planleggingfase. Det unike for HAV er at de besitter tomtene, prosessen begynner verken med en idé eller med et tomtesøk. Vår verdikjedemodell starter derfor med tomten som utgangspunkt for den videre verdiskapningen.

Regulering

Røsnes og Kristoffersen (2009 s. 6) sier at en eiendomsutvikler må forholde seg til de offentlige systemene for regulering av sin virksomhet ved utarbeidelse av planforslag og/ eller søknader for offentlig behandling med sikte på godkjenning.

Nedenfor har vi enkelt prøvd å illustrere reguleringsprosessen, med utgangspunkt i teori fra Røsnes og Kristoffersen (2009):



Figur 9 Enkel illustrasjon av reguleringsprosessen

Slik figur 9 over viser vil første skritt for en utvikler være å sette seg inn i kommuneplanens arealdel, dvs. den delen av kommuneplanen som beskriver hva politikerne ønsker å bruke arealene i kommunen til (Røsnes & Kristoffersen 2009, s. 33). Reguleringsplanen S-4099 inneholder som tidligere nevnt, de overordnede

retningslinjene for utviklingen av området (høyder og volum). Generelt sett vil det være aktuelt for en utvikler å se om området er avsatt til LNF¹³/ ev. andre spesielle formål eller om det er avsatt til ulike byggeformål. De to nederste nivåene i figur 9 ovenfor, er imidlertid ikke aktuelle for HAV. Status i dag er at tomtene i Bjørvika-området er regulert og at formålet med tomtene er satt, dvs. om de skal utvikles til bolig, handel, kontor eller kultur. Eiendommens verdi avhenger av muligheten for bygging. Denne verdien fastsettes først når utvikler er ferdig med detaljregulering, som resulterer i innsendelse av rammesøknad. En rammesøknad behandles av det offentlige, og vil enten bli godkjent og saksanmelder eller utvikler mottar igangsettingstillatelse. Alternativt kan søknaden bli avslått og ny detaljregulering må utarbeides. Først ved mottakelse av igangsettingstillatelse kan utvikler estimere selve tidsperspektivet av prosjektet. Tidselement utgjør i seg selv en risiko.

HAV driver i dag aktivt med detaljregulering for sine tomter. Detaljregulering inneholder bl.a. bestemmelser om byggets utseende, mønehøyde¹⁴, takvinkel og sammenheng med annen bebyggelse som f.eks. fortau og gate. Videre vil det også omfatte bestemmelser om utforming, materialer og fargebruk. Grad av utnytting er basert på oppnådd møne- og gesimshøyde¹⁵ rammesøknaden ev. tillater, og vil være avgjørende for eiendommens verdipotensial. Før igangsettelse av bygging må det også tas hensyn til ev. rekkefølgebestemmelser i reguleringsplanen. I HAV sitt tilfelle, vil dette være å følge retningslinjene i designhåndboken, miljø- og kulturoppfølgingsprogrammet som er vedlegg til den opprinnelige reguleringsplanen. Dette er avgjørende for å motta igangsettingstillatelse.

Prosjektutvikling

Med prosjekt mener vi her en plan som inneholder et tids- og kostnadsperspektiv og som skal bunne ut i et fastsatt mål. Denne fasen vil i stor grad omfatte arkitekttegning og byggetillatelse, og bl.a. detaljreguleringsprosessen. Prosjektutvikling vil være en aktivitet under forskjellige faser i verdikjeden for eiendomsutvikling. Hvis HAV ikke selger tomten slik den er regulert etter gjeldende reguleringsplan, vil prosjektutvikling

¹³ LNF: landbruks-, natur- og friluftsområde.

¹⁴ Mønehøyde er høyde til skjæringen mellom to skrå takflater. Mønehøyde måles i forhold til ferdig planert terrengs gjennomsnittsnivå rundt bygningen (T-1459 Grad av utnytting)

¹⁵ Gesimshøyde er høyden til skjæringen mellom ytterveggen ytre flate og takflaten. Gesimshøyde måles i forhold til planert terrengs gjennomsnittsnivå rundt bygningen hvis ikke annet er bestemt (T-1459).

som aktivitet bli aktuelt. Ofte er prosjektutvikling basert på tidligere prosjekter som er gjennomført. Sentralt i denne fasen står byggets formål, derav funksjon og utforming. Eiendomsutviklers mål med prosjektet må som vi har vært inne på, utvikles og gjennomføres i tråd med de rammer ev. reguleringsplaner setter. Prosjektering vil være et vesentlig moment i denne fasen og vil bl.a. inneholde utarbeidelse av tegningsmateriale, statistiske beregninger, beskrivelser, geotekniske rapporter o.l. Vi kan si at prosjektutvikling i denne sammenheng vil innebære å kartlegge mål med prosjektet, sluttbrukerens behov og ønsker ved ferdigstillelse, utarbeidelse av formelle analyser og beregner tilknyttet et byggeprosjekt, samt innhenting av nødvendig kompetanse. Det er viktig at foreslått arkitektonisk utforming og detaljerte tegninger er i tråd med den offentlige reguleringen av tomten. Dette er en forutsetning for å få byggetillatelse som resulterer i at planlagt tidsrom og den generelle flyten i prosjektet overholdes. Sagt med enkle ord skal fasen tilrettelegge fysiske utbygging og ferdigstillelse av et bygg, noe som innebærer at løsninger optimaliseres.

Bygg og ferdigstillelse

Sluttfasen i verdikjeden er som tidligere nevnt, oppføring og ferdigstillelse av det fysiske bygget, klargjort for sluttbruker. Ofte settes byggeaktiviteten ut til en entreprenør, da ikke alle eiendomsutviklingselskaper innehar denne kompetansen selv. Når bygget er ferdigstilt er det fortsatt beslutninger som skal tas og som vil være avgjørende for nivå av avkastning. Generelt vil selve byggeprosessen inneholde ulike risikomomenter. Vi kan bl.a. nevne tidselementet, sikkerhet, leveranse av byggmateriell og i hvilken grad det er utarbeidet alternative planer ved forsinkede leveranser, sykemeldinger, avventing av godkjenninger og uforutsette hendelser generelt.

Dette var bakgrunnen for utarbeidelsen av egen verdikjedemodell som vedlegg til intervjuguiden, og for arbeidet med å formulere gode spørsmål i guiden.

5.2 Respons

Tidlig i oktober sendte vi ut e-post til 12 store eiendomsaktører i Norge, med håp om positiv tilbakemelding. I utgangspunktet ønsket vi å intervju 5-7 aktører. Ni av aktørene fikk vi kontaktinformasjon om fra HAV. Tre av selskapene valgte vi ut selv. Grunnlaget for utvelgelsen av informanter var å kontakte eiendomsaktører med ulike posisjonering i verdikjeden. Vår strategi: *å kontakte ulike aktører innenfor*

eiendomsbransjen som til sammen komplimenterer kunnskap om hele spekteret av aktiviteter innenfor verdikjeden for eiendomsutvikling. Etter en ukes tid var seks intervjuer avtalt, noe som ga oss en responsrate på 50 prosent.

Tabell 3 Responsrate for strategisk utvalgte informanter

Strategisk utvalgte informanter	Kontaktliste fra HAV Eiendom AS	Kontaktet på egenhånd	Positiv tilbakemelding
Fornebu Utvikling AS	X		
Hadrian Eiendom AS	X		
Eiendomshuset Malling & Co	X		X
Norwegian Property ASA	X		X
OBOS	X		
Oslo S Utvikling (OSU) AS	X		X
Selvaag Gruppen AS		X	
Skanska Bolig	X		
Statsbygg		X	
Stor Oslo Gruppen AS	X		X
Tjuvholmen KS			X
Veidekke Eiendom AS		X	X

Aktørene som stilte seg til rådighet for intervju, oppfylte til sammen strategien for utvelgelse vi hadde satt oss. Ofte er det vanskelig å avgjøre på forhånd hva som vil være nok intervjuer. Den 21. oktober gjennomførte vi intervju nummer seks, som var med Veidekke. På dette tidspunktet følte vi et naturlig metningspunkt. Samtidig ønsket vi å snakke med en boligandelsaktør, fortrinnsvis OBOS. Det viste seg imidlertid at de ikke hadde mulighet til å stille til intervju. Til sammen gjennom de seks dybdeintervjuene, reflekterte vi over økende grad av samme synspunkter på ulike spørsmål i intervjuguiden. Et annet moment er at resultatene av dybdeintervjuene har gitt oss mye og ikke minst aktuell informasjon. Tidsbegrensning gjorde at vi den 3. november valgte å avslutte intervjurunden. Dette fordi vi med tiden og opparbeidet erfaring, innså at renskriving og venting på godkjenning av intervjuer, ble en tidkrevende prosess. Renskriving av intervjuene resulterte i 60 sider intervjureferat, som vi etter hvert fikk halvert.

Vi vil nå presentere de seks eiendomsaktørene som stilte opp til intervju:

Tabell 4 Oversikt over responderende eiendomsaktørene i utredningen

Eiendomsaktør	Representert ved:	Stilling
1. Norwegian Property ASA	Olav Line	Administrerende direktør
2. Tjuvholmen KS	Gunnar Bøyum	Administrerende direktør
3. Eiendomshuset Malling og Co AS	Peter T. Malling Jr. Haakon Ødegaard Henrik Wolf Meedom Lars Lund	Leder Næringsmegling Analytiker/ Sivilingeniør Siviløkonom Analytiker/ Sosialøkonom
4. Stor-Oslo Prosjekt AS	Arne Brovold	Daglig leder og partner
5. Oslo S Utvikling AS	Thor E. Thoeneie	Vise administrerende direktør/ Direktør marked og forretningsutvikling
6. Veidekke Eiendom AS	Emil Paaske Knut Ørn Collet	Regiondirektør Eiendom Oslo Prosjektsjef Eiendom Oslo

Utgangspunktet vårt for intervjuene var å snakke med personer med god oversikt over selskapets aktiviteter, og bred erfaring og kunnskap innenfor eiendom og økonomi.

5.3 Informantene og deres rolle i eiendomsbransjen

Vi vil under presentere de responderende informantene, eiendomsaktørene, i denne utredningen. Informasjon og tall om selskapene er hentet fra selskapenes hjemmesider, årsrapporter for 2010 og Oslo Kommune sine hjemmesider.

1 Norwegian Property ASA

“Norwegian property er et rendyrket og helintegret kontoreiendomsselskap”

(NPRO ASA 2011)

Selskapet er børsnotert og hadde per 31.12.2010 en eiendomsportefølje bestående av 47 kontoreiendommer, til en markedsverdi på 15.1 mrd. kroner.

NPRO er delt i fire forretningsenheter: utleie, drift, utvikling og finans. Selskapet jobber i begrenset grad med utviklingsprosjekter, men fokuserer på forvaltning og utleie av kontoreiendom. Norwegian Property har store og solide leietakere, som blant andre Aker Solutions, DNB, Nordea og Statoil. De 25 største leietakere representerte omkring 75 prosent av løpende leieinntekter, per 1. januar 2011.

2 Tjuvholmen KS

Tjuvholmen KS utvikler og bygger ut Tjuvholmen-området i Oslo. Selskapet er eid av Selvaag Gruppen AS (60 prosent) og Aspelin Ramm Gruppen AS (40 prosent). De to eierne fikk kjøpt tomtene av Oslo kommune (Taugbøl & Bye 2003), etter en prosjektkonkurranse i regi av plan- og bygningsetaten. Første byggetrinn startet i 2005 og hele området er planlagt ferdigstilt i 2014. Tjuvholmen vil ved ferdigstilling bestå av ca. 950 boliger og ca. 1 700 arbeidsplasser, hvorav 1 400 er kontorarbeidsplasser og 300 er knyttet til kultur, servering og varehandel.

3 Eiendomshuset Malling & Co AS

Eiendomshuset Malling & Co jobber med rådgivning og forvaltning innenfor næringseiendom. Selskapet har en forvaltningsportefølje med en markedsverdi på ca. 20 mrd. kroner og oppgir på sine hjemmesider at de har ca. 2 800 leieforhold. Virksomheten består av Malling & Co Markets, som utgjør den transaksjonsorienterte delen, og Malling & Co Forvaltning, en av Norges eldste og største profesjonelle eiendomsforvaltere av næringsbygg. I 2009 ble Mork & Partners AS et heleid datterselskap. Malling & Co er også godt støttet av partnerskap med den ledende internasjonale eiendomsaktøren Cushman & Wakefield.

Vi har snakket med ansatte innenfor *Markets*, fra følgende tre avdelinger: (1) Malling & Co Næringsmegling, aktør og markeds plass for utleie av næringseiendom, (2) Rådgivning og analyse og (3) Corporate Malling, tilbyr ulike tjenester knyttet til kjøp eller salg av eiendom.

4 Stor-Oslo Prosjekt AS

"- Vi er i utgangspunktet et prosjektledersselskap som for ti år siden startet sammen med Entra Eiendom, som er Statens kommersielle kontoraktør. Vi har etter hvert utviklet oss til å bli en selvstendig aktør hvor vi også kjøper tomt, og inviterer også andre investorer inn på eiersiden hvis det er nødvendig (samarbeidspartnere). Primært ønsker vi å være deleier i våre prosjekter med en 10 - 20 prosent eierandel", (Brovold vedlegg 3 avsnitt 9.3.4)

Stor-Oslo Prosjekt AS ble stiftet i 2001. I 2009 ble selskapet restrukturert til tre enheter under etableringen av Stor-Oslo Eiendom AS. I dag utgjør Stor-Oslo Prosjekt AS en av de tre enhetene under Stor-Oslo Eiendom AS:

1 Stor-Oslo Management AS, som primært jobber med tilrettelegging og utvikling av eiendomsutviklingsprosjekter.

2 Stor-Oslo Invest AS, et rent investeringselskap startet av ansatte og partnere i Stor-Oslo Eiendom. Selskapet skal investere i prosjekter der Stor-Oslo Management og Stor-Oslo Prosjekt har en aktiv rolle.

3 Stor-Oslo Prosjekt AS, definerer sin virksomhet som "*prosjektledelse og prosjektutvikling på vegne av tilknyttede investeringselskaper og eksterne eiendomsbesittere*". Selskapet utvikler både bolig- og næringseiendom, primært i Oslo-regionen. I dag utgjør samlet eiendomsportefølje over 250 000 kvm.

5 Oslo S Utvikling AS

Oslo S Utvikling AS (OSU) ble etablert i 2001. Selskapet eies av Entra Eiendom AS, Lindstow AS og ROM AS. Disse eier 1/3 hver. OSU sitt formål er å bygge ut eiendommene som tilhørte NSB Eiendom, nå ROM Eiendom. Eiendommene som skal utvikles ligger på sørsiden av jernbanens sporområde på Oslo S, fra Oslo Atrium og østover mot Middelalderparken. I følge OSU sin årsrapport fra 2010 skal selskapet utvikle og bygge ut 350 000 av de 900 000 kvm som totalt skal bygges ut Bjørvika. Første byggeprosjekt for selskapet består av 12 bygg tegnet etter Barcode-prinsippet og området har fått navnet Operakvarteret. I tillegg skal OSU bygge ut 280 boliger, og de planlagte næringsarealene vil til sammen utgjøre rundt 10 000 arbeidsplasser.

6 Veidekke Eiendom AS

Veidekke ASA er et av de største entreprenørselskapene i Skandinavia. Konsernet er børsnotert. Ved utgangen av 2010 eide halvparten av de 6 100 ansatte i konsernet 19,4 prosent aksjene. Veidekke har tre virksomhetsområder: Entreprenør, Eiendom og Industri.

Fokuset vårt ligger, i tråd med oppgaven, på virksomhetsområdet eiendom. Veidekke Eiendom AS er en av Norges største eiendomsutviklere. De jobber hovedsakelig med bolig, og har kompetanse på tomtekjøp, prosjektutvikling, gjennomføring og salg.

Nøkkeltall

Vi vil under presentere omsetning og resultat for 2009 og 2010, samt antall ansatte per 31.12.10 for de seks eiendomsaktørene, se tabell 5 og 6. Alle tall er hentet fra de respektive selskapenes årsrapporter for 2010, fra Brønnøysundregistrene.

Tabell 5 Nøkkeltall for responderende informanter 2010/ 2011 (Tall oppgitt i NOK 1 000)

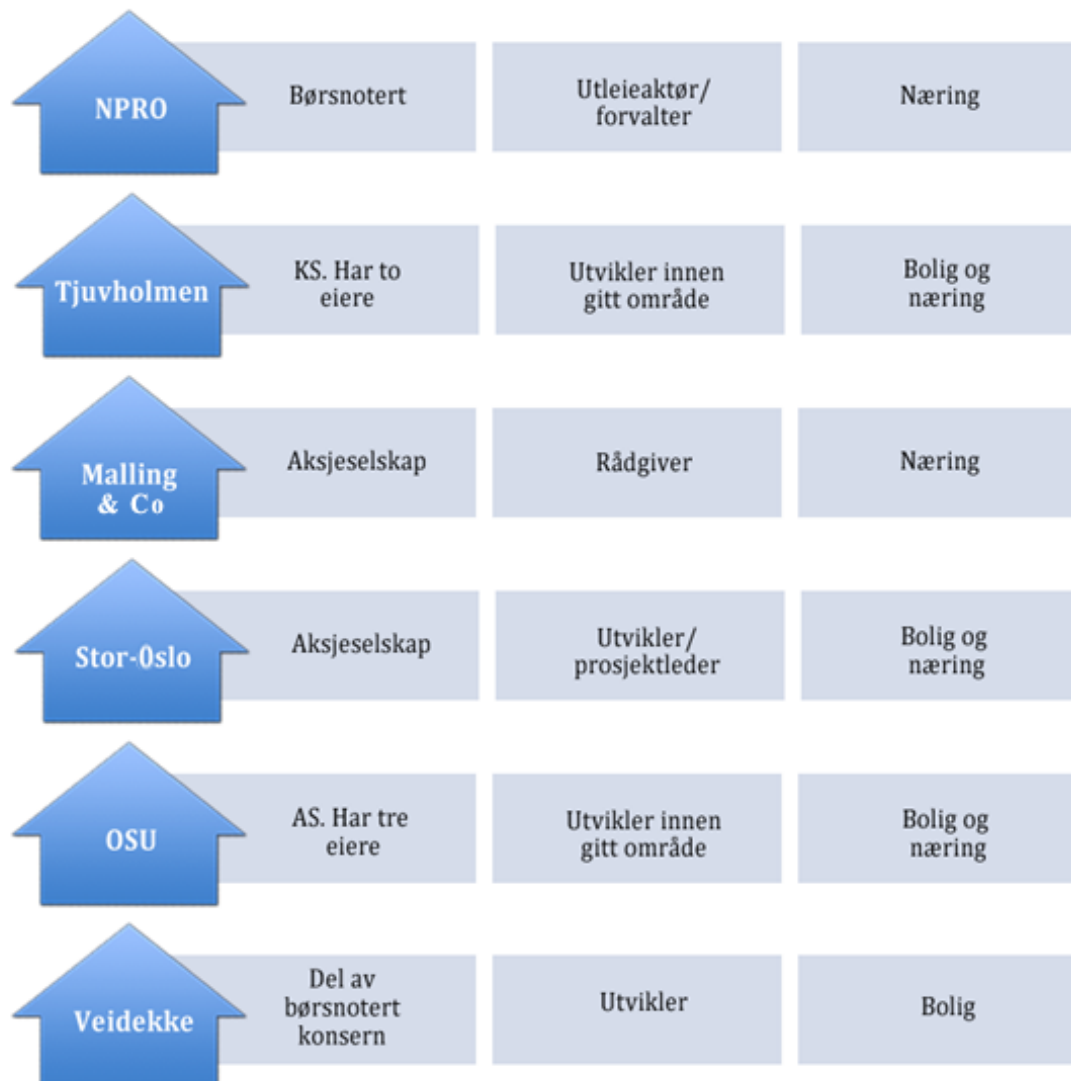
(Tall oppgitt i NOK 1 000)	Omsetning		Resultat	
	2010	2009	2010	2009
1 Norwegian Propert ASA	1 025 114	1 043 861	-459 582	-1 168 942
2 Tjuvholmen KS	696 568	340 729	8 327	-16 426
3 Eiendomshuset Malling & Co	80 091	62 206	9 178	6 670
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	25 746	28 005	5 070	8 027
5 Oslo S Utvikling AS	431 152	611 404	122 185	86 686
6 Veidekke Eiendom AS	290 805	334 938	13 973	101 038

Tabell 6 Antall ansatte per 31.12.10 for de responderende informantene

Eiendomsaktør	Ansatte per 31.12.10
1 Norwegian Property ASA	38
2 Tjuvholmen KS	15
3 Eiendomshuset Malling & Co	73
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	11
5 Oslo S Utvikling AS	9
6 Veidekke Eiendom AS	40

Tabell 5 og 6 over gir en indikasjon på størrelsesforholdene mellom selskapene, men vi må poengtere at dette må ses i lys av hvilken type aktør de er innenfor eiendomsbransjen. I denne utredningen vil vi benytte navn på det aktuelle selskapet og personen vi intervjuet, ved henvisning til oppgitt data (aktørenes utsagn). Svarene fra eiendomsaktørene vektlegges likt. Vi finner det ikke relevant å sammenlikne selskapenes verdier og størrelse ytterligere.

Med bakgrunn i presentasjonene av selskapene ovenfor, har vi utarbeidet en modell som vil vise aktørenes selskapsform, rolle i eiendomsbransjen og hvilket segment de opererer i:



Figur 10 Oversikt over responderende selskaper og deres rolle i eiendomsbransjen

Vi vil der det er hensiktsmessig benytte følgende forkortelser for informantene videre i oppgaven: NPRO, Tjuvholmen, Malling & Co, Stor-Oslo, OSU og Veidekke.

5.3.1 Oppsummerende datainnsamling

Vi vil presentere oppsummerende svar fra del 1 i intervjuguiden som omhandler faser i verdikjeden for eiendomsutvikling, jf. spørsmål 1-4 i intervjuguiden.

Tabell 7 Oppsummerende svar på spørsmål 1-4 i intervjuguiden

Spørsmål / Informant	1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd. Kommentarer? Avvik fra deres modell?	2 Hvordan ser du på mulighetene for verdiskapning i fasene i verdikjeden?	3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i verdikjeden. Hvor/ når tar dere beslutninger om videre utvikling (utgangsstrategier)	4 Hva er strategien bak tomtekjøp? Kjøper dere uregulerte eller helst ferdig detaljregulerte tomter?
1 NPRO	Start med kunde, ikke tomt Makrobildet er viktig	Kontor er mer volatilt enn bolig	Krav til byggekostnad, forhånds salg og kvalitativ analyse av risikoforhold	Cluster strategy Kjøper regulert og uregulert
2 Tjuvholmen	Fokus på faser for risiko og verdiskapning Prosjektutvikling i ulike faser	Størst verdiskapning i idé/plan, regulering og i salgsfasen	Markedsbestemt og avhengig av finansielle ressurser Eiermessige preferanser	Vi har tomtene Kunne ellers vurdert uregulert
3 Malling & Co	Eget salgselement	Regulering og salg er største verdielementer Prosjektavh.	Prosjekter selges i alle faser, det finnes også spesialister i de ulike fasene	Potensielt mest lønnsomt å kjøpe uregulert.
4 Stor-Oslo	Prosjektutvikling i ulike faser	Før regulering	Vurdere ved hver milepæl	Regulert og uregulert
5 OSU	Jobber med salg/utleie tidlig, parallelt med regulering og prosjektutvikling	Avkastningspotensialet øker jo mer du gjør selv	Strategisk plattform	Ønsker å kjøpe før detaljregulering
6 Veidekke	Start med kapital, ikke tomt Prosjektutvikling i ulike faser	Reguleringsfasen, tomtebesitters mulighet	Eget styringssystem	Både uregulert og regulert

Tabell 8 under oppsummerer svar fra spørsmål 5 – 8 i intervjuguiden, om beregning og modeller for avkastning, bruk av begrepet yield og bruk av ev. fast avkastningskrav:

Tabell 8 Oppsummerende svar på spørsmål 5 - 8 i intervjuguiden

Spørsmål/ Informant	5 Hvordan beregner dere avkastningskrav? WACC, som standardmodell?	6 Bruk av yield	7 Sett opp i mot verdikjeden, er det ulike krav knyttet til fasene i prosessen?	8 Har dere et fast eller generelt avkastningskrav for prosjektene?
1 NPRO	Discounted CF analyse	Ikke entydig begrep, sammenliknbart m/ leiekomponent	Ulike krav til eiendommer med og uten kontantstrøm	8,5 – 9 % totalavkastning
2 Tjuvholmen	Ingen avanserte modeller	Nettoleie: brutto leieinntekter - eierkostnader. Yield: Nettoleie / verdi	Ulikt ved bolig og næring Konjunkturavh.	Ingen faste mål
3 Malling & Co	Kalkyler med tilfredsstillende profittbuffer	Gyldig for eiendommer med kontantstrøm over lengre tid	-	-
4 Stor-Oslo	Enkel kalkyle som gir prosjektresultat	Yield er avkastningskravet til kontant strøm (leieinntekter)	-	Investorer ønsker 14 - 20 % på egenkapital
5 OSU	Egenutviklede modeller	Yield er et nettoavkastningskrav Viktigst for oss er pris per kvm	Avkastnings-element i alle fasene	Ca. 20-25 % totalavkastning for næring. Lavere for bolig
6 Veidekke	Dekningsgrad-kalkyle	Mange undervurderer driftskostnadene	Lettere å nå avkastningskravet i reguleringsfasen	15 % på totalkapitalen

Her vil vi oppsummerer svar omkring temaer som risikohåndtering, rangering av risikotyper og risiko i henhold til innhenting av leietakere, jf. spørsmål 9 – 13 i intervjuguiden.

Tabell 9 Oppsummerende svar på spørsmål 9 - 13 i intervjuguiden

Spørsmål/ Informant	9 Benytter dere en eller flere konkrete modeller for risikostyring, evt. håndtering?	10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: regulering, finansiering, marked og produksjon. Mest kritisk? Prosjektavhengig?	11 Rangering av risikotyper?	Risiko i forhold til: 12 Innkjøpte tjenester, entrepriskontrakter? 13 Innhenting av leietakere?
1 NPRO	Bla. kvalitetskrav og –sikring	Regulering og utbygging er kritiske faser	Fokus på makrobildet	12 Priser på entrepriser varierer 13-
2 Tjuvholmen	Kakestykker	Regulering	Regulering, så marked	12 Ikke stor: kan alt. la være å bygge 13 Del av markedsrisikoen
3 Malling & Co	Sensitivitetsanalyser	Regulering	Regulering, deretter marked	12 – 13 -
4 Stor-Oslo	Har flere alt. og benytter simulering	Regulering er særlig kritisk i Oslo	Ulike typer risiko i fasene i verdikjeden	12 I utgøkt. stor risiko 13 Substans på kontraktene
5 OSU	Forenkling	Prosjektavh. Medias rolle	Alle har "sine ting"	12 – 13 <i>Soon as possible</i>
5 Veidekke	Magefølelse og simulering	Tomtekjøp er avgjørende	Liten risiko	12 Tar kun utviklings- og markedsrisiko 13 -

Siste tabell oppsummerer korte svar om sammenhengen mellom risiko og avkastning, samt bruk av joint ventures, jf. spørsmål 14 og 15 i intervjuguiden.

Tabell 10 Oppsummerende svar på spørsmål 14 og 15 i intervjuguiden

Spørsmål/ Informant	14 Sammenhengen mellom avkastning og risiko i verdikjeden?	15 Bruk av joint ventures (JV)
1 NPRO	Ja, men ikke så lineært som man skulle tro	Komplementære partnere
2 Tjuvholmen	Ikke alltid	Utfylle og utfordre hverandre
3 Malling & Co	Ja, men ikke nødvendigvis matematisk	Komplementære partnere
4 Stor-Oslo	Avhengig av risikotype	Samarbeid på ulike nivåer
5 OSU	Avhengige, fokus på kjerneområde	Samarbeid gitt rett partner
6 Veidekke	Avhenger av sykluser	En del av vår hovedstrategi

Tabellene 7-10 gir som tidligere nevnt, korte og oppsummerende svar på spørsmålene fra intervjuguiden. I neste kapittel, analysen, vil vi presentere de enkelte spørsmålene videre i tabeller med mer utfyllende svar.

6 Analyse og drøfting av funn

I analysedelen vil vi ta for oss dataene vi har samlet inn gjennom dybdeintervjuene og først drøfte disse opp mot delproblemstillingene, før vi besvarer den overordnede problemstillingen.

6.1 Analyse del 1: Faser i verdikjeden for eiendomsutvikling

I første del av analysen vil vi ta for oss delproblemstilling (2.1):

Sett i forhold til HAV Eiendom AS sitt kjerneområde(r), i hvilke faser vil verdiskapningspotensialet være størst, basert på datainnsamlingen fra de ulike eiendomsaktørene?

Mange er i dag av den oppfatningen av at HAV skal drive prosjektutvikling, for så å selge de aktuelle tomtene. Dette vil omfatte salg til kjøpere som er profesjonelle utbyggere/ utviklere av eiendommer eller prosjekter. Selskapets egne markedsstrategier påpeker bl.a. følgende alternativ, jf. selskapets strategiske plan (revidert pr. 29.11.2010):

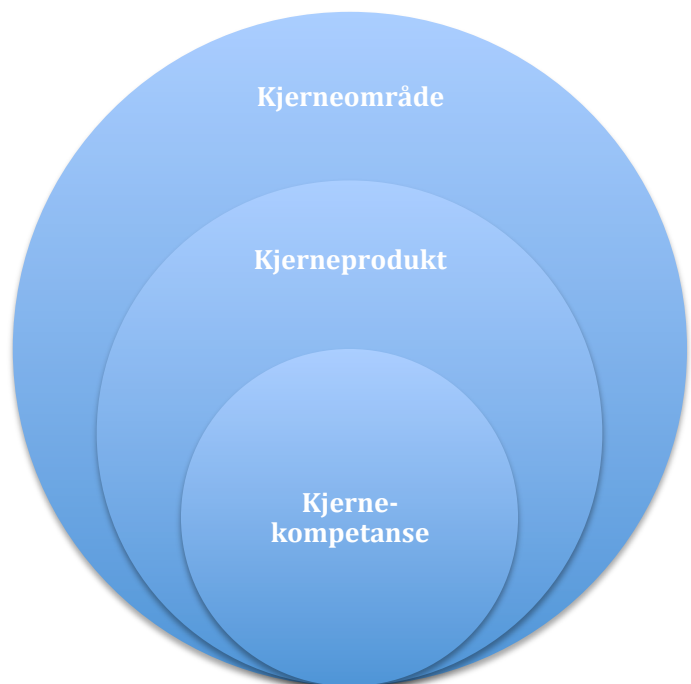
- *I situasjoner der dette vurderes som riktig, kan selskapet legge til rette for og drive egenutvikling av eiendommer, i stedet for å selge.*

Dette er bakgrunnen for delproblemstilling 2.1, som vi vil poengtere da spørsmålet angår verdiskapning gjennom verdikjeden. Hvis HAV ut fra sin visjon ønsker å fokusere på detaljregulering før salg, ville det vært irrelevant å diskutere verdiskapningspotensial i resterende faser. Det må nevnes at HAV juridisk sett har *muligheten* til å posisjonere seg videre ut i verdikjeden. Spørsmålet blir hvorvidt HAV er i stand til å utføre aktivitetene etter reguleringsfasen, på en mer lønnsom måte enn andre aktører, og hvilken innvirkning dette vil ha på totalavkastningen på de enkelte prosjektene.

For å svare på delproblemstilling 2.1 vil vi først redegjøre for HAV sine kjerneområder. Videre vil vi se generelt på kommentarer rundt vår verdikjedemodell som vi utarbeidet som vedlegg til intervjuguiden, og på eiendomsaktørens syn på verdiskapning i fasene i verdikjeden for eiendomsutvikling.

6.1.1 HAV Eiendom AS sitt kjerneområde(r)

Kjerneområder, eller forretnings- eller virksomhetsområder består av selskapets kjerneprodukter som omfatter begrepet kjernekompetanse. Hoff et al. (2009) beskriver kjernekompetanse som virksomhetens fundamentale ressurser, som danner grunnlaget for å arbeide med å utvikle dens konkurransefortrinn.



Figur 11 Kjerneområde

HAV har en todelt visjon, jf. deres strategiske plan (revidert pr. 29.11.2010):

1 HAV skal drive en aktiv forvaltning og utvikling av sine eiendommer, slik at verdiene som tilføres havnekassen blir størst mulig, og slik at selskapet til enhver kan møte de krav eieren stiller.

2 Virksomheten i selskapet skal samtidig ivareta hensynet til det særlige samfunnsansvar selskapet har som følge av sitt utgangspunkt og eierskap.

Reguleringsplanen S-4099, fastlegger som nevnt de overordnede grepene for utviklingen av området, se vedlegg 1. Oslo Havn KF og Plan- og bygningsetaten er bl.a. to av flere aktører som utarbeidet planforslaget. Vi kan si at tomtene etter reguleringsplanen i utgangspunktet er "grovmasket" regulert. HAV sitt fokus på detaljregulering er som en omforent strategi ut fra dagens situasjon. Det er likevel åpninger i alle formelle retningslinjer og dokumenter for utvikling og eierskap til ferdigstilte bygg. Arbeidet med detaljregulering kan indirekte ses i sammenheng med selskapets visjon om å drive aktiv forvaltning og utvikling av tomtene. I dag består selskapet av åtte ansatte med ulik utdannings- og yrkesbakgrunn. I kapittel to, *Caset HAV Eiendom AS*, har vi presentert HAV sitt organisasjonskart, se avsnitt 2.4.

Selskapets arbeidsstokk utgjør et profesjonelt team med fokus på prosjektutvikling. Innhenting av arkitekter og annen planfaglig kompetanse forekommer i stor grad på de aktuelle prosjektene, bl.a. gjennom utlysning av konkurranser. Vi kan f.eks. nevne at under prekvalifiseringen for deltakelse i arkitektkonkurransen om Munch/ Stenersen museet, meldte 199 arkitektkontorer sin interesse. I forbindelse med HAV sin prosjektutviklingsrolle er outsourcing en viktig del av prosessen. Grundig forarbeid er viktig for å gjøre rett valg ved innhenting av kompetanse. HAV innehar naturligvis ikke all *in-house* kompetanse, og følgelig blir betydningen av generell nettverksbygging også viktig.

6.1.2 Generelt om verdikjeden

Vi har som vist tidligere, utarbeidet en modell (under avsnitt 5.1) som vedlegg til intervjuguiden. Hensikten med modellen var å være et hjelpemiddel eller styringsverktøy under gjennomføringen av intervjuene. Spørsmål 1 i intervjuguiden er: Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres? Test av modellen.

Tabell 11 Svar på spørsmål 1: Kommentarer til den utleverte verdikjedemodellen

Spørsmål 1/ Informant	Kommentarer til figur 8, se avsnitt 5.1	Avvik fra egen verdikjede
1 NPRO	Grunnlaget: bestemme seg for hva man skal få til (økonomisk verdiskapning) "Utleie" og "eget bruk" bør være det samme (markedsbasert tankegang) Uavhengig av om vi eier eller utvikler	Alt starter med kunden, deretter tomten Ønsker ikke sitte igjen med drift etter salg Makrobildet er viktig
2 Tjuvholmen	Ikke ulik vår modell Fasene er ikke identiske i størrelse Prosjektutvikling i ulike faser	Vi deler opp i risiko- og verdiskapningsfaser Fase 1: Plan og idé, ikke tomt Finans som eget element
3 Malling & Co	Tilsvarende en modell vi har laget	I næringseiendom kan salgselementet være utleie
4 Stor-Oslo	Prosjektutvikling skjer i flere faser Salgsalternativer i alle faser er riktig	Delt inn prosjektutvikling rundt tomteanskaffelse og etter tomtekjøp Regulering skjer på to nivåer
5 OSU AS	Enkel og generell modell, det er bra og godt utgangspunkt Utleie og salg bør skje parallelt m/ regulering og prosjektutvikling	Deler eiendom i 4 kategorier Utleie og salg inn i tidlig fase, samt kan du leie ut og selge i alle faser Fokus på to parter Drift/ forvaltning ikke aktuelt
6 Veidekke	Prosjektutvikling i flere faser Regulering og rammetillatelse kan foregå parallelt	Start med kapital, ikke tomt Vi har også en prosjektutviklingsfase før regulering

Førsteintrykk av svarene under spørsmål 1 i intervjuguiden er at vi har en laget en forståelig og enkel modell. Flere av informantene er opptatt av forenkling generelt, også når det gjelder utarbeidelser av modeller og kalkyler. Dette henger i stor grad sammen med at presentasjoner for investorer og styret, bør formidles på en praktisk måte. Ofte er det mye faglig informasjon som skal presenteres på en kort og forståelig måte. Modellen som er vedlagt i intervjuguiden er generell. Halvparten av informantene

påpeker at eiendomskategoriene bolig og næring bør skilles, mens andre sier verdikjeden er uavhengig av prosjekttype. Utgangspunktet for modellen vi utarbeidet var eiendom i et generelt perspektiv. Videre har vi brukt *salg* som alternativ i alle faser i verdikjeden, men når vi snakker om næring kan også utleie være aktuelt. Dette ser vi oss enige i.

Malling & Co sier de har utarbeidet en tilsvarende modell. Imidlertid har de prøvd å eksemplifisere hvor verdiskapningen skjer i fasene i verdikjeden. Videre påpeker de at tallene der er generiske, noe som tilsier at størrelsene nødvendigvis ikke er reelle. Modellen deres gir uttrykk for at de største verdiskapningspotensialene ligger i reguleringsfasen og ved utleie/ forhåndssalg.

Det er ulike meninger om hva fase 1 bør inneholde i verdikjeden for eiendomsutvikling. I litteraturdelen har vi vært inne på at Miles et al. (2000) vektlegger det å komme opp med en idé og ikke tomt, som elementært i første fase. Ideen er gjerne basert på markedsundersøkelser. Birrel og Bin (1997) beskriver at eiendomsutvikling ofte starter med en idé, bl.a. for å imøtekomme etterspørselen i markedet, men legger like mye vekt på søk av tomt, i motsetning til Miles et al. (2000).

NPRO, rendyrket kontoreiendomsselskap, vektlegger betydningen av kunden i første fase, deretter tomt. Utgangspunktet for Tjuvholmen og OSU, som HAV, er at de i dag eier tomtene som skal utvikles, og at tomten er startfasen. Idé og planlegging må utarbeides ut fra de gitte tomtene, og tomtesøk er ikke en del av deres aktiviteter i verdikjeden. Videre opererer disse tre selskapene innenfor et gitt geografisk område. Dette vil si at det er sammenlikningsgrunnlag mellom disse tre selskapene. Det er åpenbart at hvilket fokus som vektlegges i fase 1, avhenger av hvilken type eiendomsaktør og rolle selskapet innehar i bransjen.

NPRO/ Line sier at når det gjelder en verdikjede generelt er det viktig å bestemme seg for hva man skal få til av økonomisk verdiskapning/ verdivekst. Dette understreker betydningen av å fokusere på aktivitetene som skal gjennomføres. Når det gjelder eiendomsutvikling er det liten tvil om at beslutninger omkring posisjonering i verdikjeden tas kontinuerlig, og at disse er påvirket av en rekke faktorer. Line legger betydelig vekt på makrobildet, som er et ikke-påvirkbart forhold. Markedet beveger seg

i sykluser. Følgelig bør man alltid ha en backup-plan og utgangsstrategier. På en annen side nevner Line fire påvirkbare forhold: utleie, prosjektutvikling, kommersiell FDV (forvaltning, drift og vedlikehold) og transaksjoner. Samtlige informanter påpeker imidlertid viktigheten av utleie og forhåndssalg i forbindelse med gjennomførings- og byggefasen. Intervjuene viser at utviklerne ofte har som mål å ha 50-70 prosent utleie eller forhåndssalg, før et byggeprosjekt startes. Dette vil redusere en eiendomsutviklers risiko, og for å motta finansieringsbevis er det også ofte et krav fra bankens side.

NPRO/ Line og OSU/ Thoeneie sier begge at de ikke ønsker å sitte igjen med FDV etter salg. Dette er i tråd med prinsippet om forenkling, og følgende spørsmål kan stilles: Hvis du ønsker å selge, hvorfor skal du sitte igjen med drift der du ikke sitter igjen med noen insentiver? Sett ut fra operasjonell strategi er disse informantene opptatt av rene grensesnitt, og alternativet å sitte med driftsansvar etter salg, er en løsning de vil unngå. OSU/ Thoeneie påpeker imidlertid at de har valgt å påta seg driftsansvaret for sine prosjekter i tre år fra ferdigstillelse, og at dette henger sammen med selskapets garantiansvar. Videre sier Thoeneie at både de og kundene mener dette er fordelaktig, fordi det alltid vil være justeringer som må gjennomføres i etterkant av ferdigstillelse.

Tjuvholmen/ Bøyum, Stor-Oslo/ Brovold og Veidekke/ Paaske sier at prosjektutvikling skjer i forskjellige faser og ikke bare i en. Stor-Oslo/ Brovold deler f.eks. inn prosjektutvikling i to deler: (1) rundt tomteanskaffelse (utnyttelses- og konseptstudie) og (2) etter tomtekjøp (ny vurdering og utvikling før regulering). Tjuvholmen/ Bøyum, har i likhet med Veidekke/Paaske, en prosjektutviklingsdel både før og etter regulering. Vi vil påpeke, som tidligere, at aktivitetene i verdikjeden foregår parallelt og at de i stor grad er overlappende.

Vi nevnte kort at våre utgangsstrategier er omtalt som salgsalternativ ved alle fasene i verdikjeden, men at utleie også bør konkretiseres som egen utgangsstrategi. Stor-Oslo/ Brovold påpeker at salgsalternativer i alle faser er riktig. OSU/ Thoeneie vektlegger i stor grad utleie og salg som aktivitet, og mener dette må inn på et tidlig tidspunkt. Thoeneie påpeker også at det bør skje parallelt med regulering og prosjektutvikling. Dette avhenger av hvor i verdikjeden eiendomsaktørene ønsker å posisjonere seg. Eksempelvis vil det ved en beslutning om å bygge og ferdigstille et prosjekt, være et krav på 50 – 70 prosent forhåndsutleie og -salg, fra eiendomsaktøren selv. Dette kravet sikrer

finansiering på byggelån fra bankens side, men er også for utvikleres egen trygghet. Videre påpeker Thoeneie at utleie bør tilføres i utgangsstrategiaktiviteten for å gjøre modellen komplett.

Et annet moment er alternativet "eget bruk" i modellen. Til "eget bruk" har både NPRO/ Line og OSU/ Thoeneie kommentert at utvikler bør fokusere på at det er to parter, en utvikler og en bruker eller en selger og en kjøper. Dette gir uttrykk for en markedsbasert tankegang, og bør følges uavhengig om utvikler skal bruke bygget selv eller ikke. NPRO/ Line påpeker at det er forvirrende ut fra at det ikke bør skilles mellom eget bruk og utleie. Tanken bak dette er at eiendomsaktøren bør være like fokusert på verdiskapning. Hvis aktøren brått velger å selge, vil hun/han følgelig ha det optimale grunnlaget for å få ut hele verdien. OSU/ Thoeneie sier at de som selskap hele tiden opererer med at det er to parter involvert, og at fokus på å bygge til eget bruk eller ikke, er lite relevant i verdikjeden.

6.1.3 Verdiskapning i de ulike fasene i verdikjeden for eiendomsutvikling

Verdiskapning er et sentralt begrep i sammenheng med eiendomsutvikling og posisjonering i verdikjeden. Generelt sett vil en eiendomsutvikler ha strategier knyttet til inngang og utgang av aktiviteter i verdikjeden. Samtidig må strategiene følges opp kontinuerlig, da bransjen preges av en rekke påvirkbare og ikke-påvirkbare forhold. Den enkelte utviklers kjerneområde vil også ha betydning for posisjonering og verdiskapningspotensial.

Vi spurte hvordan eiendomsaktørene ser på mulighetene for verdiskapning i fasene i verdikjeden, jf. spørsmål 2 i intervjuguiden, og oppsummerende svar presenteres under i tabell 12.

Tabell 12 Svar på spørsmål 2: Verdiskapningsmuligheter i fasene i verdikjeden

Spørsmål 2/ Informant	Verdiskapning i fasene
1 NPRO	Man får bedre og bedre betalt jo lenger ut i verdikjeden man kommer Næring er mer volatilt enn bolig
2 Tjuvholmen KS	Størst verdiskapning i idé/plan, regulering og i fleksibiliteten i reguleringen på hva du kan få til i salgsfasen (dette er mer timing) Litt stygt sagt tjener du minst på byggingen
3 Malling & Co	Regulerings- og salgsdelen er de største verdielementene, kan være utleie eller forhåndssalg Størrelsen, verdiskapning som skjer i hvert steg, er veldig prosjektavhengig
4 Stor-Oslo	Ved salg etter rammetillatelse er det meste av potensialet i tomten tatt ut Følgelig ønsker vi å komme inn før regulering Fasene er lite kostnadskrevennde før bygg- og gjennomføringsfasen
5 OSU	Avkastningselement i alle faser, også i den videre drift- og forvaltningsfasen Fokus på kalkulert risiko: jo mer du gjør selv, desto større er avkastningsmuligheten
6 Veidekke	Reguleringsfasen er der du skaper verdier og det er tomtebesitter som har denne muligheten. Volumet er avgjørende. I sentrumskjernen selges uregulerte tomter til en pris som skulle tilsi at de var regulert

De beskrivende dataene fra intervjuene er sprikende, samtidig ga informantene kontante svar. Enkelte av informantene nevner konkrete svar, mens andre har et bredere syn. NPRO/ Line vektlegger som tidligere nevnt, at den enkelte utvikler bør sette seg et mål hva gjelder økonomisk verdiskapning, når det kommer til verdikjede. Line sier videre at man får bedre og bedre betalt jo lengre ut i verdikjeden man kommer, og påpeker at næring er mer volatilt enn bolig generelt sett. Dette uttrykker også OSU/ Thoeneie, som sier at verdiskapning følger fokus på kalkulert risiko: *"Jo mer du gjør selv, desto større er avkastningsmuligheten."* Imidlertid sier Thoeneie at det er et avkastningselement i alle faser, også i den videre drifts- og forvaltningsdelen. Thoeneie sier i denne sammenheng at selskapet Ut fra sin strategiplan ikke skal forvalte et

ferdigstilt bygg etter salg. Spørsmålet om posisjonering bygger på selskapets kjernevirksomhet og strategi.

Tjuvholmen/ Bøyum har fokus på risikofaser og verdiskapningsfaser i sin verdikjedemodell. Bøyum sier at den store verdiskapningen skjer rundt idé/plan og regulering, med vekt på fleksibiliteten du kan oppnå i reguleringen. *”Du kan litt stygt si at det du tjener minst på er byggingen”*, fortsetter Bøyum. Videre hevder Bøyum at det ikke alltid er lønnsomt å gjennomføre hele byggeperioden, bl.a. fordi utvikler påtar seg markedsrisiko, og det kan komme overskridelser på bygg, ulike krav fra kunder o.l.. Bøyum påpeker at det er mye raskere penger i den initiale fasen. Dette er interessant å se opp mot svarene som oppgis fra OSU/ Thoeneie i avsnittet over.

Stor-Oslo/ Brovold, som er et prosjektlederselskap, sier at verdiskapningsmulighetene er før regulering, og at de følgelig ønsker å komme inn før denne fasen. Ved salg etter rammetillatelse er det meste av verdipotensialet i tomten tatt ut, og gjennomføringsrisikoen gjenstår. I sammenheng med dette sier også Brovold at fasene før bygge- og gjennomføringsfasen er lite kostnadskreven. Også Malling & Co og Veidekke/Paaske peker på at det største verdielementet ligger i reguleringsfasen. Malling & Co er imidlertid den eneste informantene som oppgir at verdiskapningen som skjer i hver fase i eiendomsutvikling, er prosjektavhengig. Videre presiserer de også at enhver utbygger vil se et stort potensial i tomtene i Bjørvika-området, og det gjør at kanskje alle risikotrinnene blir noe lavere. I deres verdikjede som omfatter teoretisk verdiskapning er salgsdelen den nest største verdiskapningsfasen og består av utleie eller forhåndssalg.

6.2 Analyse del 2: Avkastning

Vi har tidligere nevnt at det er vanskelig å definere en klar eierstrategi mellom Oslo Havn KF og HAV, særlig med tanke på å definere avkastningskrav. HAV benytter til dels WACC, Weighted Average Cost of Capital, for å beregne avkastningskrav. WACC, er presentert og drøftet i kapittel 3 Litteratur, se avsnitt 3.4.1. Dette er bakgrunnsinformasjon som gjorde at vi ville finne ut hvordan andre aktører i eiendomsbransjen beregnet avkastningskrav. Et annet mål med utformingen av intervjuguiden er å få innsikt i hvilke avkastningskrav andre eiendomsaktører har satt seg, og hvorvidt det er forskjell på avkastningskrav til ulike eiendoms kategorier. Her vil vi fokusere på bolig- og næringseiendom.

De to følgende avsnitt vil fokusere på svar fra informantene knyttet til delproblemstilling (1.2):

Hvilken modell benyttes for å beregne avkastningskrav, og hvilket avkastningskrav benyttes?

6.2.1 Beregning av avkastningskrav

Data fra spørsmål 5 i intervjuguiden viser at det er forskjeller i hvilke modeller som blir benyttet, men et flertall av informantene svarer at de benytter ulike typer kalkylemodeller.

Tabell 13 Svar på spørsmål 5: Modeller for beregning av avkastning

Spørsmål 5/ Informant	Modell for beregning av avkastning
1 Norwegian Property ASA	Nåverdiberegning
2 Tjuvholmen KS	Ingen faste modeller
3 Eiendomshuset Malling & Co	Kalkyle med <i>profittbuffer</i>
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	Kalkyle som gir prosjektresultat, i kroner.
5 Oslo Utvikling AS	Egenutviklede modeller
6 Veidekke Eiendom AS	Dekningsgradkalkyle

NPRO/ Line oppga at selskapet benytter en "*Discounted Cash Flow Analysis*", nåverdiberegning. Finans- og Investeringsdirektør i NPRO, Svein Hov Skjelle, avklarer i en e-post at selskapet benytter en vektet modell for å beregne avkastningskrav, WACC. Videre sier Skjelle at fremmedkapitalkostnaden baseres på *swaprenter*¹⁶ og NPRO sine bankmarginer, og at de normalt vekter egenkapital 40 prosent og fremmedkapital 60 prosent. Han gir følgende formel for beregning av totalavkastning:

	Egenkapitalandel x risikovektet krav til egenkapitalavkastning
+	(1-egenkapitalandel) x fremmedkapitalkostnad
=	Totalavkastningskrav

Formel 4 Beregning av totalavkastning i NPRO

¹⁶ Renten bankene betaler i mellom seg. Swaprentene avgjør bankenes lånerente på fastrentelån til privatkunder (NA24.no 2010)

Denne metoden for å beregne totalavkastning tilsvarer Meel (2009 I: Røsnes & Kristoffersen) sitt oppsett som vist i kapittel 3.4.1.

Malling & Co, som tilbyr tjenester tilknyttet næringseiendom, påpeker at det spesielt er vanlig å benytte ulike kalkyler innenfor boligkategorien. Her forklarer Malling & Co/ Meedom, som bl.a. har erfaring fra bank med rådgivning av byggelån, at det er vanlig å benytte en kalkyle med en *profittbuffer*: Det må ligge et tilfredsstillende profittelement mellom tomte- og byggekostnad og den teoretiske salgsprisen.

Tjuvholmen svarer at de ikke benytter seg av avanserte modeller. Avkastningen blir beregnet på totalkapitalen og egenkapitalen totalt for hver periode. For å beregne resultatet på usolgte bygg, hvor det ikke er bokført salgsresultat, benyttes en verdivurdering fra megler for å anslå en markedsverdi.

Det finnes mange tilnærminger til en kalkyle. Veidekke benytter seg av en dekningsgradkalkyle. Dekningsgraden forteller hvor mye av inntektene som blir igjen til å dekke faste kostnader og fortjeneste. En annen tilnærming, er å sette opp en enkel kalkyle med inntekts- og kostnadsside som gir et prosjektresultat, slik Stor-Oslo/ Brovold oppgir. Brovold sier at dersom prosjektresultatet er tilfredsstillende, søkes både intern og ekstern egenkapital, samt at de søker finansinstitusjoner på det resterende finansieringsbehovet. Kalkyler er, som Malling & Co påpeker, vanlig innenfor bolig. Veidekke er den eneste av våre informanter som i hovedsak fokuserer på bolig, og de benytter en dekningsgradkalkyle. NPRO er et rendyrket næringseiendomsselskap og er også den eneste aktøren som benytter seg av en kontantstrømanalyse. Stor-Oslo/ Brovold påpeker at det nevnte prosjektresultat beregnes noe forskjellig i bolig- og næringsprosjekter. Brovold forklarer ikke nærmere hvordan kalkylene settes opp, men vi velger likevel å trekke frem dette, da utsagnet viser at det er forskjeller i beregning av avkastningskrav på bolig og næring.

NPRO skiller seg mest ut blant informantene hva gjelder modeller for beregning av avkastningskrav. Selskapet er det eneste av våre informanter som benytter nåverdiberegninger og en vektet modell som WACC. Det må påpekes at NPRO er en stor utleieaktør med størst andel av eiendommer *med kontantstrøm*, i motsetning til enkelte andre informanter som er rendyrket utviklere. De øvrige informantene, med unntak av

Malling & Co, har i hovedsak eiendomsutvikling som kjerneområde. NPRO/ Line sier at det er forskjell i beregningen av avkastningskrav om det er snakk om en eiendom med kontantstrøm eller en eiendom uten kontantstrøm.

6.2.2 Avkastningskrav, konkrete mål

Alle informantene ble spurt om de benyttet faste avkastningskrav, og i hvilken grad dette var prosjektavhengig (jf. intervjuguidens spørsmål 8). Flere av informantene opererer med et konkret og avkastningskrav, men derimot varierer størrelsen på avkastningskravet stort.

Tabell 14 under, viser hvilket avkastningskrav informantene oppgir for deres selskap;

Tabell 14 Svar på spørsmål 8: Bruk av konkret avkastningskrav

Spørsmål 8/ Informant	Avkastningskrav
1 Norwegian Property ASA	Minimum 8,5 – 9 % totalavkastning
2 Tjuvholmen KS	Ingen faste krav
3 Eiendomshuset Malling & Co AS	-
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	Investorer ønsker 14 - 20 % avkastning på egenkapital
5 Oslo S Utvikling AS	20 - 25 % totalavkastning på næring, lavere på bolig
6 Veidekke Eiendom AS	15 % totalavkastning

OSU/ Thoeneie oppgir at de har 20 – 25 prosent avkastningskrav på totalkapitalen i næringskategorien, og at kravet for bolig er lavere. Stor-Oslo/ Brovold sier at de selv ikke har noen konkrete avkastningskrav på sine prosjekter, men at deres investorer ønsker 10 – 14 prosent i avkastning på sin innskutte kapital.

Veidekke/Paaske, som driver med utvikling av boligprosjekter, opererer med et totalavkastningskrav på 15 prosent. NPRO/ Line oppgir et totalavkastningskrav på 8,5 – 9 prosent. Line mener det er viktig å ha et intervall på kravet, fordi det avhenger av eiendommens beliggenhet, kompleksitet og vekstmuligheter. Finans- og investeringsdirektør i NPRO Svein Olav Skjelle, mener at intervallet er større enn 8,5 – 9 prosent, da spesielt i den lave enden. Som tidligere nevnt opererer NPRO med en premie på avkastningen på utviklingsprosjekter. I tillegg legges det en premie på avkastningen på korte kontrakter.

Tjuvholmen/ Bøyum oppgir i likhet med Stor-Oslo at de ikke opererer med faste avkastningskrav. Bøyum svarer imidlertid at selskapet har to mål; (1) Avkastning på egenkapitalen og (2) margin på totalavkastningen. Hva som ligger i *margin* forklarer Bøyum med et eksempel; Dersom en utvikler bygger for 50 000 kr, hva må han få igjen, hvilken *margin* bør han ha på pengene? Utvikler *eksponerer* seg for 50 000 kr, men *braker ikke* 50 000 kr av egne penger, da man som regel har en finansiering på deler av byggekostnadene. Marginen blir differansen mellom byggekostnad og salgspris. Denne marginen kan sammenliknes med profittbufferen som Malling & Co/ Meedom nevner. Det må ligge en tilfredsstillende mulighet for fortjeneste mellom byggekostnader og teoretisk salgspris.

Videre mener Bøyum at det er vanskelig å måle suksess i et standard avkastningskrav. I denne sammenheng sier Bøyum at en eiendomsutvikler har et ansvar når det gjelder byutvikling, og at fokuset også må ligge på det som er bærekraftig. Det kan nødvendigvis ikke måles i et regneark. Byutvikling er en del av HAV sin todelte visjon og et essensielt tema for både Tjuvholmen og HAV. Vi kommer nærmere inn på dette i avsnitt 6.4.2, hvor vi vil besvare den overordnede problemstillingen.

6.2.3 Avkastning knyttet til fasene i verdikjeden, og til ulike segmenter

Informantene ble spurt om det var ulike avkastningskrav knyttet til de ulike fasene i verdikjeden. Tabell 15 under viser aktørenes korte svar på spørsmål 7 i intervjuguiden.

Tabell 15 Svar på spørsmål 7: Ulike krav knyttet til fasene i verdikjeden

Spørsmål 7/ Informant	Avkastningskrav knyttet til fasene i verdikjeden
1 Norwegian Property ASA	Det er ulike avkastningskrav knyttet til en eiendom med kontantstrøm og til en eiendom uten kontantstrøm
2 Tjuvholmen KS	Det litt konjunkturavhengig. Det er forskjell på bolig og næring
3 Malling & Co AS	-
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	Lavere avkastning på bolig
5 Oslo S Utvikling AS	Det ligger et avkastningselement i alle fasene. Salg av tomt gir lavere risiko og avkastning. Lavere avkastningskrav på bolig.
6 Veidekke Eiendom AS	Avkastningskravet er lettere å nå i reguleringsfasen, og det er lettere å nå avkastningskravet når vi samarbeider med andre selskaper

NPRO opererer med ulike avkastningskrav knyttet til om eiendommen har en kontantstrøm eller ikke, men har ikke ulike krav knyttet til fasene i verdikjeden. Veidekke/Paaske opererer som nevnt med et totalavkastningskrav og sier at kravet er det samme gjennom hele verdikjeden. Videre hevder Paaske at dette kravet er lettest oppnåelig i reguleringsfasen og at kravet blir vanskeligere å nå i fasene lenger ut i verdikjeden. Paaske begrunner dette med at det brukes mye kapital i fasene etter regulering. I disse fasene løper det en rekke kostnader til bl.a. prosjektutvikling, betaling av entreprenør og diverse byggekostnader, samtidig som prosjekter ikke genererer inntekter i tilhørende faser.

Ut fra beskrivende data fra intervjuene, ser vi at eiendomsaktørene i hovedsak gjennomfører egenutviklede prosjekter (egenregi). Enkelte av aktørene supplerer sin kjernevirksomhet med ulike samarbeidsprosjekter. Vi kan f.eks. nevne at Veidekkes hovedstrategi er å gå inn i joint ventures eller samarbeidsprosjekter (50/50). Paaske mener det lettere å nå avkastningskravet i slike samarbeidsprosjekter. Når prosjektet oppføres i egenregi (Veidekke eier 100 prosent) må lån, egenkapital og entreprisen balanseføres. I prosjekter som oppføres i samarbeid med andre er det kun egenkapitalen som skal balanseføres. Paaske påpeker at Veidekke ønsker å realisere prosjekter i egenregi som innbringer større volum og større omsetning, men samtidig ha enkelte samarbeidsprosjekter som i utgangspunktet skal gi høyere avkastning. Her må det påpekes at det ikke er mulig å oppnå høyere avkastning på totalkapitalen om volumet er høyere. Det er heller et spørsmål om tilpasning i forhold til hvilke nøkkeltall det enkelte selskapet styrer etter.

Svarene på spørsmål 7 viser at det er forskjell i avkastningskrav på type eiendom; bolig eller næring. Stor-Oslo utvikler både bolig- og næringseiendom, og sier at avkastningskravet vil være noe lavere for boligprosjekter. OSU/ Thoeneie mener også det er lavere avkastning i boligprosjekter. Det kan være flere årsaker til at utvikling av boligeiendommer gir en lavere avkastning enn utvikling av næringseiendom. I stor grad skyldes det at risiko jevnt over er lavere ved bolig enn næring. Videre sier Stor-Oslo/ Brovold at avkastningskravet for bolig er lavere, fordi disse prosjektene tar noe lenger tid. Tjuvholmen/ Bøyum påpeker at utvikler ved salg av bolig stort sett får betalt for 80 prosent av arealet. Vi kan f.eks. nevne trapper, heiser, korridorer o.l. som er areal utvikler ikke får direkte betalt for. Videre sier Bøyum at det fortsatt koster 100 prosent

av arealet å bygge. Bøyum trekker også frem MVA som et annet forhold. Boligsalg er ikke MVA-pliktig, dvs. at utvikler betaler MVA (25 prosent) til entreprenøren, men ikke får fradrag for dette ved videresalg. Bøyum sier at man grovt regnet må legge til 45 prosent på prisen ved salg av bolig, i forhold til salg av næring, for å oppnå samme avkastning.

Makrobildet er også en viktig faktor. Avkastning på bolig- og næringsprosjekter er til en viss grad konjunkturavhengig. NPRO/ Line hevder at bolig ikke følger konjunkturer i like stor grad som næring. Dette understreker igjen en viktig grunn til at avkastningskrav tilknyttet bolig er lavere enn for næring. En årsak, spesielt i de senere årene, kan være etterspørselsoverskuddet etter boliger i Norge. Sjefsøkonom ved Prognosesenteret Kjell Senneset, sier i artikkelen "*For få boliger i Norge*" (BA.no 2011) at det vil bygges om lag 20 000 boliger i Norge, behovet er 40 000. Etterspørselen etter boliger antas også være høy de neste tiårene. Boliger er betydelig mindre konjunkturavhengig enn næring, og dette kan kanskje bidra til en viss stabilitet i inntjening. NPRO/ Line nevner at verdikjeden kan være sånn at, for å skape balanse, at bolig kan være en *buffer* man har. Line sier også at boliger kan være mer motstandsdyktige mot fluktasjoner. Derimot sier Veidekke (rendyrket boligutvikler) at salg av boliger stoppet opp i 2007/2008, noe som i en viss grad tilbakeviser påstanden om at bolig er mer motstandsdyktig mot svingninger. Det kan argumenteres for at finanskrisen som på alvor fikk ringvirkninger i Norge i 2007/2008 førte til et unormalt lavt bunnivå. Denne tidsperioden er kanskje ikke representativ for "normale" sykluser.

6.2.4 Oppgitte avkastningskrav sett opp i mot selskapenes årsrapporter

Vi har med utgangspunkt i innhentning av tall fra selskapenes årsregnskaper, gjort noen beregninger knyttet til avkastning. Vi har beregnet rentabilitet på totalkapital og rentabilitet på egenkapital, før og etter skatt for de responderende eiendomsaktørene. Vi ønsket å sammenlikne det oppgitte avkastningskravet med den faktiske lønnsomheten i selskapet. Hoff et al. (2007 s.195) sier at totalkapitalrentabiliteten forteller oss hvor stor inntjening bedriften har hatt på den totale kapital som er investert i bedriften i en gitt periode, uavhengig av andelen egenkapital og gjeld.

Totalkapitalrentabiliteten er altså selskapets *totalavkastning*, mens egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på *den samlede egenkapitalen i selskapet*.

Vi finner det hensiktsmessig å oppgi formlene definert av Hoff et al. (2007 s. 199 ff.), da de viser hvilke elementer fra årsregnskapene vi har tatt med i beregningen.

Tabell 16 Formler for total- og egenkapitalrentabilitet

Nøkkeltall	Formler
Totalkapitalrentabilitet	$R_{TK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \times 100\%$
Egenkapitalrentabilitet før skatt	$R_{EK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	$R_{EK} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$

Det finnes ingen fasitsvar hva gjelder krav til totalkapital- og egenkapitalrentabilitet. I følge Hoff et al. (2007) bør totalkapitalrentabilitet minimum være lik selskapets gjennomsnittlige lånerente. Imidlertid bør totalkapitalrentabilitet ved "normalt" risikonivå ligge 5-6 prosent høyere enn avkastning på en risikofri plassering. Det må stilles høyere krav til egenkapitalrentabilitet enn til avkastning på fremmedkapital. I tillegg bør det legges en risikopremie på kravet til egenkapitalrentabilitet. Generelt kan et mål være en egenkapitalrentabilitet på 18 - 20 prosent, dersom innskuddsrenten i banken er ca. 5 prosent (Hoff et al. 2007)

Tabell 17 under viser resultatene fra våre beregninger, og tallene som er benyttet er hentet fra selskapenes årsregnskap. Vi vil benytte finanskostnader i utregningene der de respektive årsregnskapene ikke spesifiserer rentekostnader.

Tabell 17 Beregnet total- og egenkapitalrentabilitet for responderende selskaper

	R_{TK}	R_{EK} før skatt	R_{EK} etter skatt
1 Norwegian Property ASA	4,9 %	8,8 %	7,1 %
2 Tjuvholmen KS	2,6 %	0,9 %	1,3 %
3 Stor-Oslo Prosjekt AS	43 %	420,4 %*	300,9 %*
4 Eiendomshuset Malling & Co AS	19,8 %	61,7 %	42,5 %
5 Oslo S Utvikling AS	4,2 %	15 %	16,4 %
6 Veidekke AS	5,2 %	11,9 %	7,8 %

Tabell 17 over viser store sprik i selskapenes avkastning for 2010. Vår oppgave er ikke å sammenlikne selskapenes avkastning seg i mellom, men vi ønsker å trekke frem enkelte momenter. Avkastningskravene over, viser at Stor-Oslo og Malling & Co har en svært god avkastning på egenkapitalen. *Her vil vi påpeke at Stor-Oslo har en merkbar høy egenkapitalrentabilitet før og etter skatt. Dette kan skyldes at selskapet har tilsvarende liten egenkapitalandel. Selskapet har de siste par årene gått gjennom en betydelig omstrukturering (se nærmere om dette i avsnitt 5.3), og dette kan være en årsak til den uvanlige høye egenkapitalrentabiliteten. Egenkapitalen i Stor-Oslo Prosjekt AS var i 2007 på 10 026 000 kr. I 2010, etter omstruktureringen, falt egenkapitalen drastisk og utgjorde ca. 13 prosent av oppgitt egenkapital (kr 1 363 089 kr) for 2007. I denne sammenheng kan vi oppgi at Stor-Oslo Invest AS som ble opprettet i 2008 som en forløper til omstruktureringen, hadde egenkapital tilsvarende 24 272 000 kr per 31.12.2009. Vi kan anta at en del av egenkapitalen som lå under Stor-Oslo Prosjekt i 2007 har blitt flyttet til bl.a. Stor-Oslo Invest AS, i forbindelse med opprettelsen av Stor-Oslo Eiendom AS.

De gode resultatene for Malling & Co i 2010 skyldes at selskapet har hatt god ordresreserve og flere store leie- og salgsoppdrag. Administrerende direktør Marius Christian Herud kommenterer veksten i et intervju til e24.no (2011), slik; *”Vi omorganiserte virksomheten under Markets og opprettet et nytt forretningsområde, Client Solutions. Det ga en hyggelig omsetning. I tillegg var 2010 det første hele driftsåret med Mork & Partners ... som bidro med 4-5 millioner til konsernets omsetning.”*

Beregningene viser også at OSU har en høyere egenkapitalrentabilitet etter skatt, enn før skatt. Årsaken til dette ligger i at selskapet hadde en positiv økning i midlertidige forskjeller for 2010. Midlertidige forskjeller oppstår fordi det er forskjell i reglene for periodisering og vurdering i regnskapsloven, og skatteloven. Skattemessig avskrivningssats på forretningsbygg er f.eks. ofte lavere enn den regnskapsmessige avskrivningsstasen. Dette skaper forskjeller mellom regnskapsmessig og skattemessig inntekt for det enkelte året. Midlertidige forskjeller påvirker utsatt skatt.

Tjuvholmen KS er som nevnt eid av selskapene Aspelin Ramm Eiendom AS og Selvaag Gruppen AS, med henholdsvis 40 prosent og 60 prosent eierandeler. Oslo S Utvikling AS har tre eiere, Entra Eiendom AS, Linstow AS og ROM Eiendom AS, som eier 33 prosent

hver. Tabell 18 under viser total- og egenkapitalrentabilitet til Tjuvholmen KS og OSU AS, samt for deres eierselskaper. Vi velger å presentere nøkkeltall for eierselskapene, for se hvorvidt selskapene har tilfredsstillende avkastning på sine investeringer (se tabell 18 under).

Tabell 18 Beregnet total- og egenkapitalrentabilitet for Tjuvholmen og OSU, og deres eiere

	R_{TK}	R_{EK} før skatt	R_{EK} etter skatt
2 Tjuvholmen KS	2,6 %	0,9 %	0,5 %
Aspelin Ramm Eiendom AS	8,2 %	14,5 %	12,3 %
Selvaag Gruppen AS	10 %	21,8 %	16,8 %
5 Oslo S Utvikling AS	4,2 %	15 %	16,4 %
Entra Eiendom AS	7,2 %	14,1 %	10,4 %
Linstow AS	2,1 %	-6,9 %	-0,8 %
ROM Eiendom AS	6 %	18,8 %	17,4 %

Tjuvholmen har, som tabell 18 over viser, en svært lav avkastning på egenkapitalen. Derimot ser vi at de to eierne, Aspelin Ramm og Selvaag Gruppen, har relativt god avkastning på sin egenkapital. Det må nevnes at disse selskapene er store eiendomsaktører og har flere inntektskilder enn Tjuvholmen. OSU har et langt mer tilfredsstillende egenkapitalrentabilitet, og det er bare en av deres eiere, ROM Eiendom AS, som har en bedre egenkapitalrentabilitet. OSU har et tilnærmet likt egenkapitalsrentabilitetsnivå som to av sine eiere, Entra og ROM.

Som vist i avsnitt 6.2.2 over svarte tre av informantene at de benytter konkrete avkastningskrav. Tabell 19 under sammenlikner disse informantenes reelle avkastning med det oppgitte kravet.

Tabell 19 Sammenligning av lønnsomhetsberegninger for NPRO, OSU og Veidekke

	R_{TK}	R_{EK} Før skatt	R_{EK} Etter skatt	Oppgitt avkastningskrav
1 NPRO	4,9 %	8,8 %	7,1 %	8,5 – 9 %
5 OSU	4,2 %	15 %	16,4 %	20-25 % (næring)
6 Veidekke	5,2 %	11,9 %	7,8 %	15 %

Tabell 19 over, viser at totalkapitalrentabiliteten avviker betydelig fra de oppgitte krav, mens egenkapitalrentabiliteten er noe nærmere.

OSU/ Thoeneie forklarer at det er store forskjeller i innskutt egenkapital i prosjektene, og dermed også store forskjeller i avkastning på egenkapital. Thoeneie poengterer også at kravet på 20-25 prosent totalavkastning gjelder for næringsprosjekter. Det oppgitte kravet er knyttet til enkelte prosjekter, og kan ikke sammenliknes med totalkapitalrentabiliteten for selskapet. Det bør nevnes at årlig lønnsomhet for en eiendomsutvikler i stor grad vil avhenge av i hvilken grad deler eller hele prosjekter, eller eiendommer selges. I årsregnskapet (2010 s. 16) til OSU påpekes dette: *"Utviklingen av Bjørvika vil foregå i etapper og det forventes fremdeles at konsernets og morselskapets resultater vil variere betydelig i årene fremover"*.

Paaske/Veidekke sier at kravet gjelder avkastning på investert kapital, totalkapital, og at det er vanskelig å regne seg frem til faktisk avkastning, da det ikke kommer klart frem gjennom årsregnskapet hva som ligger i den investerte kapitalen.

Finansdirektør Svein Hov Skjelle i NPRO fastslår at kravet gjelder totalavkastning før skatt, og at intervallet i kravet er større enn 8,5 - 9 prosent, spesielt i den lave delen av skalaen. Skjelle legger til at selskapet har som mål at deres aksjonærer over tid skal ha minst 12 prosent avkastning på egenkapitalen. Som tabell 19 over viser, er egenkapitalrentabiliteten for 2010 på 8,8 prosent, noe som indikerer et mindre avvik enn for rentabiliteten på totalkapitalen. Skjelle sier at når det gjelder den historiske avkastningen til NPRO vil enkelte år være veldig volatile. Verdiskapningen til NPRO består av to deler: (1) løpende avkastning på eiendommene og (2) verdistigning. Skjelle påpeker at den løpende avkastningen er ganske stabil, mens verdistigningen derimot er veldig volatil.

De ovenstående avsnittene viser at det er vanskelig å trekke konklusjoner om hvorvidt aktørene når sine fastsatte avkastningskrav. OSU og Veidekke oppgir ikke hvordan de beregner avkastning, eller hvilke nøkkeltall de benytter. NPRO mener at det er vanskelig å beregne avkastning pga. volatilitet i verdistigning og omstrukturering i selskapet. Vi har også nevnt hvilke stor innvirkning omstruktureringen av Stor-Oslo Prosjekt AS, har hatt på selskapets rentabilitet.

6.2.5 Bruk av yield

Yield er et begrep som blir mye brukt i sammenheng med avkastning/lønnsomhet i eiendomsbransjen. Som vist i avsnitt 3.4.1, er det ulike definisjoner av begrepet yield, men de er knyttet opp til direkte avkastning. Informantene ble jf. spørsmål 6 i intervjuguiden, spurt om bruk av yield og om hvordan begrepet defineres. Tabell 6 under viser kort hva de enkelte informantene svarte.

Tabell 20 Svar på spørsmål 6: Bruk av yield

Spørsmål 6/ Informant	Begrepet yield	Definisjon
1 NPRO	Ikke entydig begrep. Må ta med flere komponenter i begrepet.	Netto driftsresultat (brutto leie – eierkostnader) / verdi eller kjøpesum
2 Tjuvholmen	Begrepet gir et signal på om ting går opp eller ned.	Nettoleie = Brutto leieinntekter – eierkostnader Yield = Nettoleie/ eiendomsverdi
3 Malling & Co	Misbrukt begrep som egentlig har en veldig streng definisjon.	
4 Stor-Oslo	Avkastningskravet til en kontantstrøm, begrepet benyttes mye	Årlig leie(korrigert for eierkostnad)/yield = eiendomsverdi
5 OSU	Netto avkastningskrav, er ikke sammenliknbart, men mye brukt.	Enkelt sagt: leiepris/ kvadratmeterpris
6 Veidekke	Mange undervurderer driftskostnaden ved beregning av yield	

Flere av informantene bekrefter at begrepet blir mye brukt, men at det er vanskelig å sammenlikne yielden til ulike eiendommer. Begrepet yield benyttes kun ved næringseiendom, da spesielt kontor. Tjuvholmen/ Bøyum poengterer at det ved bolig benyttes kvadratmeterpris eller stykkpris. Det påpekes også av Malling & Co, at begrepet yield kun er gyldig når det er snakk om eiendommer med en lang kontantstrøm.

OSU/ Thoeneie sier at alle som selger næringseiendom må forholde seg til begrepet, men for å kunne sammenlikne prosjekter må det sees opp mot kvadratmeterleien eller pris per kvadratmeter. Markedet, og spesielt media, henviser ofte til yield og sammenlikner prosjekter ut fra yield. Dette kan være forvirrende, noe de fleste av

informantene forteller. En av årsakene til at yield er et vanskelig tall å sammenlikne er at det er mange momenter å ta hensyn til. Eksempelvis nevner NPRO/ Line at det kan være et sammenliknbart tall, hvis man tar med leiekomponenten; enkelte eiendommer har over- eller underleie, men dersom to eiendommer har markedsleie kan yield benyttes for å sammenlikne eiendomsverdi. Veidekke/ Paaske hevder at eierkostnadene, driftskostnadene til eiendommen, ofte undervurderes. Beregningen vil da gi et feilaktig bilde av eiendommens verdi.

Det er viktig å poengtere at yelden sier noe om *dagens* verdi, men fremtiden er usikker. Tjuvholmen/ Bøyum eksemplifiserer dette; Dersom leiekontraktene i en eiendom står for reforhandling, og det er muligheter for å øke leien, kan man betale en lav yield. Bøyum sier: "*Det er den fremtidige avkastningen du kjøper på*". Også Malling & Co/ Lund påpeker dette, og sier at begrepet blir meningsløst å benytte når man ikke vet hva som skjer noen år fremover. Når man kjøper en eiendom vet man kanskje hva som skjer 1 år frem i tid, men det kan oppstå uforutsette ting; "*.. plutselig ryker heisen eller leietakere går konkurs, du har så mange usikre elementer.*" Da er ikke yelden lenger gyldig.

Informantenes oppfatning av yield samsvarer med Gundersen (2009), se avsnitt 3.4.1, hvor Gundersen sier at yelden ikke er et sammenliknbart tall, og det er usikkert begrep på den forventede avkastningen. Tabell 20 over viser også hvordan informantene beregner yield. Det fremgår at NPRO, Tjuvholmen og Stor-Oslo benytter samme beregningsmåte: $\text{Leieinntekter (minus eierkostnader) / eiendommens verdi}$. Dette tilsvarer definisjonen til DNB Markets, vist i avsnitt 3.4.1: *Netto leieinntekter dividert på eiendommens verdi*. Det er altså elementene i beregningen, f.eks. eierkostnader, som gjør begrepet usikkert, og ikke selve beregningsmetoden.

6.3 Analyse del 3: Risiko

Her vil vi ta for oss siste delproblemstilling (2.3) som omhandler risiko:

Vi har definert fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko. Hvilke(n) type risiko står eiendomsutviklere særlig ovenfor i de ulike fasene og kan de fire nevnte risikotypene eventuelt rangeres eller tallfestes i forhold til den enkelte fasen?

6.3.1 Risikohåndtering

Eiendomsutviklere står overfor en rekke risikofaktorer, vi ønsket å vite hvordan de ulike aktørene forsøker å styre og håndtere de ulike risikoer som kan oppstå. På forhånd hadde vi ikke definert noen konkret modell for risikostyring, som vi ønsket å vite om informantene benyttet. Vi spurte mer generelt om de benyttet modeller for risikostyring.

Tabell 21 Svar på spørsmål 9: Modeller for risikostyring

Spørsmål 9/ Informant	Modeller for risikostyring
1 Norwegian Property ASA	Kvalitetssikringssystem
2 Tjuvholmen KS	Gjør det enkelt. Ta noe risiko av gangen
3 Eiendomshuset Malling & Co	Tunge regneark med ulike scenario
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	Ulike alternativer i prosjekt- og gjennomføringsfasen
5 Oslo Utvikling AS	Egne modeller med fokus på forenkling
6 Veidekke Eiendom AS	Går på magefølelse, men kjører simulering

Tilnærmingen til risikostyring i eiendomsprosjekter er relativt ulikt blant våre informanter, som vi kan dele i to grupper:

Gruppe 1 Tjuvholmen, OSU og Veidekke

Informantene i gruppe 1 fokuserer på en enkel tilnærming. Spesielt Tjuvholmen/ Bøyum påpeker at det må gjøres enkelt. Selskapet tar mellom 600 mill og 1 mrd. risiko av gangen, og Bøyum sammenlikner selskapets utbyggingsfilosofi med kakestykker. Bøyum sier: *"Hovedprinsippet for vår risikostyring er at vi ikke spiser mer kake enn vi orker å fordøye av gangen.... Du setter ikke i gang med ti bygg samtidig. Det har vært vår risikostyring, enklere kan det ikke gjøres."* Veidekke går enda lenger og stoler på magefølelsen når det gjelder risikostyring, og Collett sier; *"Vi tror på menneskene og på gode diskusjoner."* Likevel påpeker Paaske at simuleringsmodeller blir benyttet på tomtepris og salgspriser.

Fokus på forenkling finner vi også hos OSU. Selskapet benytter egenutviklede modeller for risikostyring, der målet er å forenkle det kompliserte. Det utarbeides usikkerhetsanalyser for alle prosjekter. OSU/ Thoeneie påpeker at risikoen varierer fra prosjekt til prosjekt og det er derfor nødvendig å definere de mest fremtredende risikoer i hvert prosjekt.

Gruppe 2 NPRO, Stor-Oslo Prosjekt og Malling & Co

Som en motsetning til informantene nevnt i avsnittet over, har gruppe 2 en mer strukturert tilnærming til risikostyring. NPRO/ Line har et kvalitetssikringssystem som skal ivareta risikotyper så godt det lar seg gjøre, og sier det er utviklingsavdelingen i selskapet som styrer dette. I tillegg har selskapet kvalitetssikring på all rapportering. Et tredje risikostyringsmoment Line nevner er at controlleroppaven er skilt ut fra den ordinære driften, slik at hvert prosjekt får sin egen økonomiavdeling. Dette sikrer kvaliteten på den økonomiske oppfølgingen til det enkelte prosjekt.

Stor-Oslo mener det er viktig med ulike alternativer og Brovold illustrer dette; *"En rev har bestandig mange utganger fra revehiet sitt, og vi må presentere et case såpass robust at vi har flere utganger"*. Stor-Oslo/ Brovold bruker mye tid på å vurdere de ulike alternativene. Det regnes da på ulike scenarioer og en simuleringsmodell viser sårbarheten til caset. Fokus på alternative utganger finner vi i Miles et al. (2000) teori om 8 faser i eiendomsutvikling. Brovold poengterer at det er nødvendig med en utgangsstrategi i hver fase. Se også avsnitt 6.4.8, hvor vi går mer utdypende gjennom utgangsstrategier.

Malling & Co benytter *tunge regneark* i sitt arbeid med risikostyringen. Det kjøres simulering på de ulike scenarioer. Haakon Ødegaard kaller det *å stressteste regnearkene*. Denne tilnærmingen står i direkte kontrast til Tjuvholmen/ Bøyum sin kommentar: *"Ikke lag en kjempe regnemodell, da regner du deg bare bort"*.

En forklaring på de ulike tilnærmingene til risikostyring kan vi muligens finne i selskapenes ulike posisjon som eiendomsaktør i verdikjeden. Av de tre selskapene som fokuserer på forenkling er Tjuvholmen og OSU til en viss grad like. Begge selskapene skal utvikle gitte tomter innenfor et bestemt geografisk område, henholdsvis Tjuvholmen og Bjørvika. Dette er to sentrale og attraktive områder hvor spesielt markedsrisikoen antas å være lav. Malling & Co mener også at utleierisikoen i Bjørvika eller i Vika f.eks., vil være forholdsvis lav, sammenliknet med andre næringseiendommer i sentrale områder i Oslo. Beliggenhet er en uvurderlig faktor generelt når vi snakker om eiendom, og ikke sjeldent hører vi uttrykket: *beliggenhet, beliggenhet og beliggenhet*. Som motsetning kan vi nevne Stor-Oslo. Selskapet utvikler prosjekter innenfor et større geografisk område der markeds- og reguleringsrisikoen vil variere mer. HAV kan i

denne sammenheng sammenliknes med Tjuvholmen og OSU, da HAV kun jobber med gitte tomter i Bjørvika-området.

Interessant er det at Veidekke har en enkel tilnærming til risikostyring, uten konkrete modeller. Selskapet er del av konsernet Veidekke ASA, og er en av Norges største eiendomsutviklere på bolig. I likhet med NPRO, er konsernet børsnotert, og det antas at selskapene har strengere krav til risikostyring overfor sine aksjonærer. Veidekke har imidlertid andre mekanismer for å håndtere risiko. Konsernet har egen entreprenør og selskapet har dermed ingen risiko knyttet til entreprisen, samtidig påpeker Veidekke/Paaske at de benytter totalentreprise på sine prosjekter slik at gjennomføringsrisikoen ligger hos entreprenøren. Selskapet skal kun ta markeds- og reguleringsrisiko. Reguleringsrisikoen styres bl.a. gjennom avtaler med tomteeier, dvs. at de har mulighet til å tre ut av en avtale dersom reguleringen ikke går som forventet. Også Malling & Co sier at det er vanlig å legge inn mekanismer i en kjøpekontrakt som tilpasser tomteprisen etter reguleringsvolum.

Årsaken til at Malling & Co er den som i størst grad benytter tunge regnearkmodeller i risikostyringen må ses i sammenheng med at selskapet arbeider med en rekke rådgivningstjenester innenfor næringseiendom. Rådgivning innenfor risikohåndtering er bl.a. et av selskapets virksomhetsområder, noe som kan øke kravet til bruk av risikomodeller i tilknytning til konsulentoppdrag.

6.3.2 Kritiske risikotyper, rangering/ tallfesting

Som vist i avsnitt 3.4.2 har vi definert fire typer risiko som er spesielt aktuelle for aktører i eiendomsbransjen. Vi gjentar disse fire, da det er relevant for den kommende analysen; reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, produksjonsrisiko og markedsrisiko.

Informantene ble spurt om hvilke av disse risikotypene de anser som mest kritisk og om det er mulig å rangere dem, se oppsummering av svar i tabell 22 under:

Tabell 22 Svar på spørsmål 10 og 11: Rangering av risikotyper

Spørsmål 10 & 11/ Informant	Mest kritisk risiko	Rangering/ tallfesting*
1 NPRO	Prosjektavhengig Regulering og utbygging er to kritiske faser	Kan ikke rangeres/ tallfestes, prosjektavhengig
2 Tjuvholmen	Reguleringsrisiko	(1) Reguleringsrisiko (2) Markedsrisiko
3 Malling & Co	Reguleringsrisiko (i Oslo)	Vanskelig å rangere, slår inn i ulike faser
4 Stor-Oslo	Reguleringsrisiko	(1) Reguleringsrisiko (2) Markedsrisiko
5 OSU	Prosjektavhengig	Varierer fra prosjekt til prosjekt
6 Veidekke	Reguleringsrisiko	(1) Reguleringsrisiko, (2) Markedsrisiko (3) Finansieringsrisiko, (4) Produksjonsrisiko Men er prosjektavhengig!

* Ingen av de responderende informantene kan tallfeste de ulike risikotypene, og følgelig vil vi ikke diskutere dette noe videre.

Mest kritisk risiko

Med unntak av NPRO og OSU, svarer informantene at de anser reguleringsrisikoen som den mest kritiske. NPRO/ Line mener at reguleringsfasen er den kritiske fasen, men plukker ikke ut en risiko som mest kritisk. Flere av informantene påpeker at hvilken risiko som er mest kritisk, er avhengig av det enkelte prosjekt, men overordnet er reguleringsrisikoen den mest kritiske. Dette gjelder særlig prosjekter i Oslo og i andre store byer. Reguleringsrisikoen anses som stor, fordi den er vanskelig å kontrollere. Tjuvholmen/ Bøyum hevder at reguleringsrisikoen er mest kritisk, fordi den er politisk avhengig. Dette påpeker også Stor-Oslo/ Brovold, som sier at reguleringsrisikoen er avhengig av i hvilken kommune prosjektet er. Videre sier Brovold at enkelte kommuner er mer forutsigbare enn andre, fordi de er mer á jour med planverket sitt og er derfor forutsigbare/ utviklingsorientert. Malling & Co/ Malling trekker frem det politiske aspektet ved regulering og sier: *"Reguleringsrisikoen er du ikke herre over. Der er man avhengig av plan- og bygningsetaten."* Videre kommenterer OSU/ Thoeneie; *"Den viktigste og ofte mest undervurderte risikofaktoren i byutvikling i Oslo, er kanskje*

informasjon.” Både informasjon til interessenter og politikere er viktig i denne sammenhengen.

Et annet element som bør nevnes er at reguleringsfasen ofte er en lang prosess og at det er risiko knyttet til tidsaspektet. Spesielt påpeker Veidekke/ Collet at reguleringsfasen i Oslo er lang, og sier at en reguleringsfase på 2-2,5 år er minimum av hva man kan forvente. Stor-Oslo/ Brovold mener at regulering er en tidkrevende og kompleks fase. Barlindhaug og Nordal (2005) poengterer også, jf. avsnitt 3.4.2, at reguleringsrisikoen er knyttet til om tomten blir regulert til *riktig formål og til riktig tid*.

Ut fra informantenes svar og gjennomgått teori, kan en utvikler bl.a. stå ovenfor to utfordringer i reguleringsprosessen:

(1) Hvis en eiendom uten kontantstrøm skal reguleres eller omreguleres, vil utvikler binde både kapital og mulig betale rentekostnader uten å få inntekter på den aktuelle eiendommen.

(2) En reguleringsfase utover normalt tid, kan føre til at markedsforholdene er endret når reguleringen først er gitt, og kanskje kan vil prosjektet ikke lenger være lønnsomt.

Som Veidekke påpeker, vil en lang reguleringsfase indirekte gi uttrykk for at bransjen har vært gjennom en syklus, nådd en bunn. Selskapet nevner f.eks. at de nådde bunn i 2000 og 2003, og at de opplevde en historisk lang oppgangstid til 2007. Tidsintervallene indikerer syklusmønstre i bransjen. En reguleringsfase mellom 2 og 5 år kan ha forskjellig markedsutgangspunkt ved start og slutt.

Rangering av risiko

På spørsmål om det var mulig å rangere eller tallfeste de ulike risikotypene etter hvor kritiske de er, har vi nevnt tidligere at ingen av informantene tallfestet risikotypene. Derimot rangerte enkelte av informantene risikotypene, men de påpekte at rangeringen var vanskelig og i stor grad er prosjektavhengig.

Malling & Co, Tjuvholmen og Veidekke trekker frem regulerings- og markedsrisiko som de to mest kritiske risikotypene. I følge Malling & Co/ Malling kommer markedsrisikoen etter reguleringsrisikoen, fordi ”marked løser resten”; Vet du at du får solgt en leilighet for 100 000 kr og det koster 60 000 kr å bygge den, så får du finansiering.

Finansieringsrisikoen vil reduseres når det er klart at det er etterspørsel i markedet. OSU/ Thoeneie mener også at det er lettere å få finansiering dersom leietaker eller kjøper er på plass. Markedsrisikoen er konjunkturstyrt, og er dermed, i likhet med reguleringsrisiko, en ukontrollerbar faktor. Finanskrisen som synliggjorde seg i 2007/2008 trekkes frem av både Tjuvholmen/ Bøyum og Veidekke/ Paaske som sier at markedet stoppet opp på denne tiden. Dette underbygger viktigheten av å forsøke å imøtekomme svingninger, da eiendomsmarkedet er konjunkturavhengig. Eksempelvis sier Paaske at når markedet stopper opp slik, snur de fokuset til utvikling og regulering for å være klare til neste oppgangstid. Bøyum nevner, at de hadde solgt mange eiendommer før finanskrisen, slik at de fokuserte på produksjon i den perioden.

Tjuvholmen/ Bøyum mener at innhenting av leietakere er en del av markedsrisikoen. For å forsikre seg mot denne typen risiko ønsker de fleste aktører å forhåndselge/- utleie, som vist i avsnittet over, slik at de kan fokusere på gjennomførings- og byggefasen i tider med dårlig salg. Nedenstående tabell viser svar på spørsmål om risiko knyttet til innhenting av leietakere, jf. spørsmål 13 i intervjuguiden.

Tabell 23 Svar på spørsmål 13: Risiko i forhold til innhenting av leietakere

Spørsmål 13/ Informant	Risiko i forhold til innhenting av leietakere
1 Norwegian Property ASA	60 prosent skal være forhåndsutleid.
2 Tjuvholmen KS	Del av markedsrisikoen. Får man leid ut vet man stort sett at det er et marked for å selge.
3 Malling & Co AS	50-60 prosent bør være forhåndsutleid/ forhåndssolgt.
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	70 prosent bør være forhåndsutleid/ forhåndssolgt. Viktig med substans på kontrakter
5 Oslo S Utvikling AS	Ønsker å ha leietakere på plass så tidlig som mulig.
6 Veidekke AS	-

Flere av informantene har, som tabell 23 over viser, klare retningslinjer på hvor mye som bør være forhåndssolgt og forhåndsutleid. Stor-Oslo/Brovold trekker frem et annet poeng når han sier at det er viktig med substans i kontraktene med kjøper/leietaker; det hjelper lite med 70 prosent forhåndssalg, dersom det ikke er hold i avtalene.

Når det gjelder finansieringsrisiko er det er noe uenighet blant informantene. NPRO/ Line sier at finansieringsrisikoen har blitt veldig stor under den økonomiske krisen i Europa. Han mener at finansiering har blitt dyrere, og at det er en kritisk faktor for alle eiendomsprosjekter, ikke bare utviklingsprosjekter. Malling & Co/ Malling sier derimot at denne risikoen ikke er særlig stor, fordi utviklere sørger for å ta forbehold om finansiering ved tomtekjøp ved å bl.a. avklare med banken om de får byggelån eller ikke før kjøp. Videre nevner Malling at utvikler vet hva renten ligger på, og hva slags marginpåslag han/hun får, og at banken gjerne har et krav om at markedsrisikoen må være redusert gjennom forhåndssalg eller utleie, før lånetilsagnet gis. Dette viser at finansieringsrisikoen tett sammen med markedsrisikoen. Veidekke/ Paaske eksemplifiserer denne sammenhengen: *"Når banken sier at boligkjøper må selge sin egen bolig før de kan kjøpe ny, er det en finansieringsrisiko som går inn i markedsrisikoen"*. For Veidekke, som i hovedsak utvikler boligeiendom, medfører slike retningslinjer fra banken at de kan få problemer med å forhåndsselge bolig og følgelig med finansieringsbevis. Salg og utleie er på den måten en faktor i både markedsrisiko og finansieringsrisiko. På den ene siden er finansieringsrisiko håndterbar, fordi utvikler som regel er i dialog med banken og vet hva som forventes for å få finansiering. På den andre siden henger finansiering sammen med markedsrisiko, som er ukontrollerbar, som Malling sier; *"marked løser resten"*.

Produksjonsrisiko er den risikoen informantene anser som minst kritisk. Det kan forklares med at produksjonsrisikoen er kontrollerbar. NPRO/ Line sier at utbyggingsfasen er en kritisk fase, men at byggekostnadene skal være sikret før man inntreffer denne fasen. Dette reduserer risiko knyttet til produksjonskostnader i byggefasen. Også Tjuvholmen/ Bøyum og Stor-Oslo/ Brovold sier at produksjonsrisikoen er håndterlig. Ved å benytte en totalentreprisemodell vet utvikler hva det vil koste å bygge. Brovold sier at produksjonsrisikoen i utgangspunktet er stor, men at den kan reduseres gjennom ulike entreprisemodeller. I tillegg nevner Stor-Oslo/ Brovold og Malling & Co at produksjonsrisikoen blir betydelig redusert når grunnarbeidet er gjort, hvor kjeller og 1. etasje nevnes som kritiske områder. Ofte kan det være vanskelig å avdekke grunnforholdene, eksempelvis kan grunnen være blåleire. Dette vil gjøre arbeidet med grunnforhold som aktivitet, til en betraktelig større kostnadsdriver, og kompleksiteten rundt gjennomføringsfasen øker.

Produksjonsrisikoen henger tett sammen med risiko knyttet til entreprisekontrakter. Informantene ble også spurt om risiko knyttet til outsourcing av entreprisekontrakter, jf. spørsmål 12. Oppsummerende svar er presentert i tabell 24 under.

Tabell 24 Svar på spørsmål 12: Risiko knyttet til outsourcing av entreprisekontrakter

Spørsmål 12/ Informant	Risiko knyttet til outsourcing av entreprisekontrakter
1 Norwegian Property ASA	Priser på innkjøpte tjenester er konjunktur- og prosjektavhengig
2 Tjuvholmen KS	Entrepriserisikoen trenger ikke være stor; kan alltid la være å bygge.
3 Malling & Co AS	
4 Stor-Oslo Prosjekt AS	Entrepriserisikoen er i utgangspunktet stor Viktig å skrive gode kontrakter
5 Oslo S Utvikling AS	-
6 Veidekke AS	Har entreprenør i konsernet, m.a.o. ikke outsourcet

Stor-Oslo/ Brovold sier det er viktig å skrive gode kontrakter med entreprenøren. Entrepriserisikoen vil reduseres om det er hold i kontraktene som skrives og utvikler gjør minimalt med endringer underveis. NPRO/ Line påpeker at det som er viktig ved entreprisekontrakter, er hvilke priser som avtales. Line sier at dette, i tillegg til å være avhengig av kompleksiteten til det enkelte prosjekt, er konjunkturavhengig. Prisene på entreprenørmarkedet vil avhenge av tilgang på arbeidskraft og etterspørsel etter entreprenører. Line sier at prisene på entreprenørkontrakter på kort sikt har variert med ca. 30 prosent. Tjuvholmen/ Bøyum sier at man som utvikler har muligheten til å "sitte over" en høykonjunktur, for så å bygge når prisene er lavere og entreprenørene har større kapasitet. Det kan dermed argumenteres for at entrepriserisikoen til en viss grad er håndterbar.

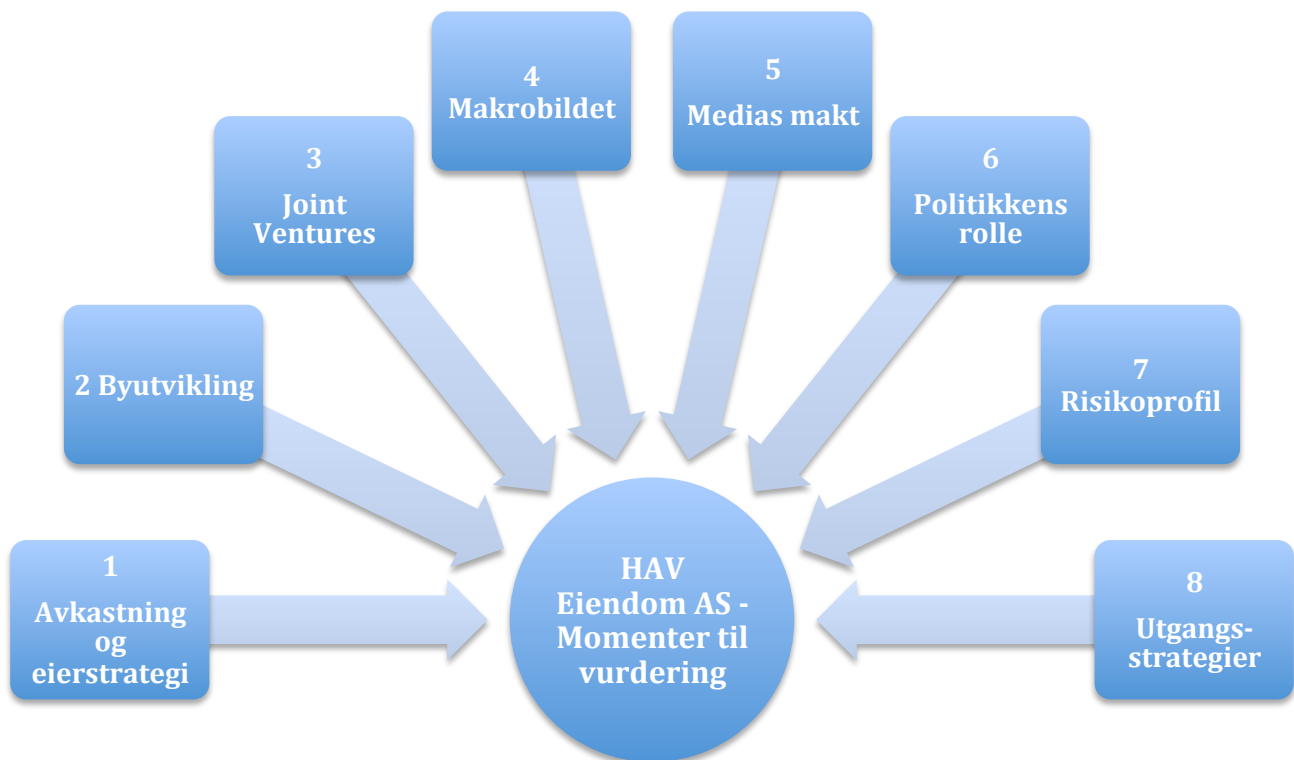
De ovenstående avsnitt viser at de fleste informantene trekker frem regulering og marked som kritiske risikofaktorer. Det er imidlertid viktig å presisere at det er prosjektavhengig hvilken risikotype som er mest kritisk. OSU/ Thoeneie sier at risiko ikke bare varierer fra prosjekt til prosjekt, men også fra bygg til bygg. Selskapet gjorde f.eks. Norges historiens største skipsfunn, 15 båter fra Middelalderen, som lå i kjelleren

til DNB byggene. Dette er en type risiko som generelt sett ikke er stor, men som ble en meget kritisk faktor for disse byggene. Videre sier Thoeneie at alle utbyggere har "sine ting". Med dette menes at ingen utbygger står overfor den samme type risiko.

Stor-Oslo/ Brovold poengterer at ulike typer risiko slår inn i fasene i verdikjeden og at det er viktig å redusere den risiko som oppstår i fasen man er i.

6.4 Analyse del 4: Momenter som er aktuelle for HAV Eiendom AS å kartlegge ved valg av posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling i Bjørvika

Her vil vi besvare vår overordnede problemstilling og trinnvis ta for oss åtte utvalgte områder:



Figur 12 Besvarelse av overordnet problemstilling - åtte momenter

Disse åtte momentene er valgt på bakgrunn av gjennomgått litteratur, beskrivende data fra intervjuprosessen, data fra oppfølgingsspørsmål til informantene i etterkant av intervjuene, og etter økt innsikts- og kunnskapsnivå tilegnet gjennom utredningen. Vi anser disse momentene som aktuelle når HAV skal kartlegge sin posisjon i verdikjeden for de enkelte tomtene de skal utvikle i Bjørvika-området.

6.4.1 Avkastning, eierstrategi og grunnlag for verdiskapning

Som vi har vært inne på har det til nå vært vanskelig å definere en klar eierstrategi mellom Oslo Havn KF og HAV, bl.a. i henhold til definering av avkastningskrav. Ut fra funnene vi har gjort i analysedelen, mener vi det ikke vil være en heldig løsning å konkretisere et generelt avkastningskrav. Med generelt avkastningskrav mener vi avkastningskrav mellom HAV og HAV sin eier, Oslo Havn KF. Vi foreslår at selskapet heller bør bli evaluert per prosjekt, og at det bør settes avkastningskrav på de enkelte prosjektene ut fra dets forhold og kompleksitet.

Av analysen fremgår det store sprik i avkastningskravene eiendomsaktørene oppgir, men mye av dette kan skyldes at de oppgir tall på forskjellige grunnlag. Vi vil også påpeke at vi i analysekapittelet, se avsnitt 6.2.4, viser eiendomsaktørenes og deres eieres avkastning for 2010. Disse tallene reflekterer i liten grad avkastningskravene aktørene selv har oppgitt, og det er avvik mellom ønsket avkastningskrav og reell avkastning. Avviksforholdet mellom selskapene sier noe om selskapenes ulike posisjoner og roller i eiendomsbransjen. Avvikene mellom selskapenes avkastningskrav og reell avkastning kan derimot tyde på at det er en viss grad av kompleksitet omkring beregning av avkastning generelt, da det er flere forhold som spiller inn (jf. drøfting i 6.2.4). Med bakgrunn i dette, mener vi avkastningskrav bør settes på de enkelte prosjektene, uavhengig av hverandre. Eiendomsaktørene har også i intervjuene oppgitt at avkastningskrav er prosjektavhengig. Type prosjekt eller eiendomskategori, fortrinnsvis bolig eller næring som vi har sett på, vil også være avgjørende for fastsettelse av avkastningskrav. Vi kan likevel nevne at Johansen (2009 I: Røsnes & Kristoffersen 2009) påpeker at kravet til fortjeneste, avkastningskravet, vil variere avhengig av risiko og interne krav hos utvikler. Dette fremgår også av intervjuene med eiendomsaktørene.

Videre vil vi se nærmere på de ulike synspunktene eiendomsaktørene har på sammenhengen mellom avkastning og risiko. HAV skal som tidligere nevnt sørge for god lønnsomhet og samtidig inneha en lav risikoprofil. I teorien heter det at du ikke kan få høy avkastning uten å ta risiko. I intervjuene spurte vi aktørene om hvordan de vurderer sammenhengen mellom risiko og avkastning i verdikjeden.

Tabell 25 Svar på spørsmål 14: Sammenheng mellom risiko og avkastning i verdikjeden

Spørsmål 14/ Informant	Sammenheng mellom risiko og avkastning i verdikjeden
1 NPRO	Ja, men kanskje ikke lineært.
2 Tjuvholmen	Det er ikke alltid slik. Eiendom er tryggere, fordi det er en beholdningsvare.
3 Malling & Co	Det er en sammenheng, men risiko henger ikke matematisk sammen med avkastning
4 Stor-Oslo	Det er avhengig av type risiko. For å oppnå avkastning må du ta risiko
5 OSU	Ja, generelt sett er det slik. Derfor er det viktig å holde seg til kjernevirksomhet.
6 Veidekke	Ja, men det er avhengig av sykluser.

Det er enighet blant de spurte aktørene om at det er en sammenheng mellom risiko og avkastning, men at graden av sammenheng kan variere. Eiendomsaktørenes svar fyller hele spekteret av en mulig skala, da Tjuvholmen/ Bøyum i den ene enden uttrykker at det ikke alltid er sammenheng, mens OSU/ Thoeneie sier at det generelt sett er en sammenheng. De andre aktørene påpeker at det er en sammenheng, men at dette avhenger av både eiendomskategori, risikotype og sykluser i markedet. NPRO/ Line nevner også at det kan være mer lønnsomt å oppføre et enkelt bygg på et usentralt sted enn et mer komplekst bygg i bykjernen. Selv om HAV opererer innenfor et gitt område, vil vi anta at risikoen vil variere i de ulike prosjektene. I analysedelen 6.1, drøftes verdiskapningsmulighetene i verdikjeden. Enkelte av aktørene svarer at verdiskapningen er størst i reguleringsfasen, mens andre påpeker at betalingen er høyere jo lenger ut i verdikjeden man går. Malling & Co poengterer at hvor verdiskapningen skjer, er prosjektavhengig.

Slik vi ser det bør HAV, dersom de velger å utvikle prosjekter utover detaljregulering, knytte risiko opp mot avkastning i prosjektene enkeltvis. For å fortsatt inneha en lav risikoprofil kan det være nødvendig å selge enkelte prosjekter i en tidlig fase, selv om prosjektene kan gi god avkastning. OSU/ Thoeneie sier det ligger et avkastningselement i alle fasene, men påpeker at det vil være både lavere avkastning og risiko om alternativet er å selge kun tomt. Vi vil anta at sammenhengen mellom avkastning og

risiko avhenger av både prosjektet og dets forhold, samt markedsutsikter og makrobildet.

I spørsmål 4 i intervjuguiden spurte vi eiendomsaktørene om deres strategi knyttet til tomtekjøp. Dette følte vi var et essensielt spørsmål, da HAV i et lenger tidsperspektiv muligens skal selge alle sine tomter. I deres salgsstrategi (del av den reviderte strategiske planen for HAV av 29.11.10), heter det at: *”Selskapets eiendommer skal i utgangspunktet utvikles og/eller selges ut i en rekkefølge som sikrer at den samlede verdien blir høyest mulig.”*

Tabell 26 Svar på spørsmål 4: Strategien bak tomtekjøp

Spørsmål 4/ Informant	Strategien bak tomtekjøp? Kjøper dere regulert eller uregulert?
Norwegian Property ASA	Kjøper både regulert og uregulert. Har en <i>clusterstrategi</i> ved tomtekjøp; ønsker å eie eiendommer i klynger.
Tjuvholmen KS	Ved andre prosjekter ville vi vurdert å kjøpe uregulerte, fordi det ligger en høy avkastning i det å gjøre regulering.
Malling & Co	Potensielt er det mest lønnsomt å kjøpe tomtene uregulert.
Stor –Oslo Prosjekt AS	Kjøper begge deler. Det er viktig å være godt kjent med overordnede planer i de kommune man opererer.
Oslo S Utvikling AS	Skulle vi kjøpt tomter i Bjørvika ønsker vi ikke noe mer gjort med tomtene enn dagens status etter reguleringsplan S-4099.
Veidekke Eiendom AS	Kjøper begge deler, men ta sjelden reguleringsrisiko. Dvs. at vi kan tre ut av avtalen hvis reguleringen ikke blir som forventet

Svarene her øker kompleksiteten rundt valg av posisjonering i verdikjeden. OSU som kan antas å være en potensiell kjøper, presiserer at de ev. ikke ønsker noe mer gjort med tomtene enn dagens status, som er reguleringsplanen av 2003. De andre informantene gir også uttrykk for at de verdiskapningsmulighetene ligger i å kjøpe uregulerte tomter, men både NPRO, Stor-Oslo Prosjekt og Veidekke sier de kjøper både regulerte og uregulerte tomter. For Tjuvholmen og OSU vil det være mindre aktuelt å kjøpe detaljregulerte tomter, da de i en viss grad kan anses å være tilnærmet like selskaper som HAV. Dette er et interessant funn. Disse selskapenes kjerneområde ligger i drive detaljregulering i ulik grad og det vil være naturlig at selskapene utfører disse fasene i

egen regi. Dette henger også sammen at det er et stort verdiskapningspotensial knyttet til dette arbeidet. Ut fra disse synspunktene kan det virke som om HAV sine tomter er mer attraktive, for aktørene vi har snakket med, om de selges uten videre regulering. HAV på sin side, med mål om å delta i byutvikling ønsker å gå videre med detaljregulering, fordi det muliggjør selskapets deltakelse i større grad. De får i større grad påvirke utviklingen av Bjørvika-området hvis detaljreguleringen gjennomføres i egenregi, m.a.o. ikke selger tomtene med dagens reguleringsstatus. Samtidig kan det synes at tomtene vil bli mer verdt etter godkjent igangsettingstillatelse. Vi vil anta at det er aktører i markedet som er villige til å "overta" prosjektet etter regulering, og som kun ønsker å delta i gjennomførings- og byggefasen. Med utgangspunktet i at HAV vil bistå i detaljreguleringen på sine tomter, og at aktørene vi har snakket med, der enkelte kan anses som potensielle kjøpere, helst vil kjøpe tomtene for å gjøre detaljreguleringen selv, viser dette motstridende behov hos aktuell selger og kjøper. Dette er et funn som må tas i betraktning, og indikerer viktigheten av å "teste" markedet, derav innhente informasjon om potensielle kjøperes behov og ønsker.

Ut fra drøftingen ovenfor vil vi ikke gi noen konkrete eller tallmessige anbefalinger, utover det at HAV bør evalueres på bakgrunn av det enkelte prosjekt og dets avkastningskrav. Forhåpentligvis vil derimot de ulike aktørenes innspill, spesielt innspillet om tomtekjøp i forhold til reguleringsstatus på tomter i Bjørvika i dag, og svar være et hjelpemiddel i selskapets videre arbeid omkring eierstrategi.

6.4.2 Byutvikling

Utviklingen av Bjørvika-området, er selve springbrettet for Fjordbyen Oslo.

Byutviklingen langs sjøsiden i Oslo har til hensikt å åpne havneområdet for folk flest og for ulike typer brukergrupper. Den nye operaen har blitt en positiv kulturattraksjon og symbol for hovedstadens kulturspekter. Det er imidlertid delte meninger om Bjørvika og *alle* har et synspunkt. Arkitekt Niels A. Torp som bl.a. har bidratt i utviklingen av Aker Brygge og Tjuvholmen, uttalte følgende i sin kronikk i Aftenposten (2011) tidligere i høst: *"Byplansjefen ber om innspill til utformning og innhold på Filipstad. Mitt innspill skal hun få: Legg Filipstad i møllpose i 15 år. Vår generasjon har gjort nok ugagn, denne store og viktige byutvidelsen behersker vi ikke med det mannskapet som er tilgjengelig."* Vi kan bl.a. nevne et konkret prosjekt i Bjørvika, planleggingen av det nye Munch-museet, som har skapt en bred debatt i samfunnet og vært gjenstand for politiske omkamper.

Generelt sett hevder også noen av motstanderne at utviklingen i Bjørvika truer mangfoldet og at det flytter vestkanten østover. Andre igjen synes det er positivt at disse områdene, som tidligere har vært benyttet som havneformål, åpens opp for folk flest og fylles med annet enn havnevirksomhet.

HAV har som tidligere nevnt todelt visjon, der det i selskapets forretningsidé og visjon heter at:

"HAV Eiendom AS skal drive en aktiv forvaltning og utvikling av sine eiendommer, slik at verdiene som tilføres havnekassen blir størst mulig, og slik at selskapet til enhver tid kan møte de krav eieren stiller. Virksomheten i selskapet skal samtidig ivareta hensynet til det særlige samfunnsansvaret selskapet har som følge av sitt utgangspunkt og eierskap."

Når det gjelder siste del av visjonen, er det interessant å diskutere videre på: *"... sitt utgangspunkt og eierskap."* Hva er HAV sitt utgangspunkt og eierskap? Av visjonen, ser vi at HAV skal forvalte tomtene de har fått overført fra sin eier, Oslo Havn KF, slik at verdiene som tilføres havnekassen, blir størst mulig.

Med samfunnsansvar¹⁷ vil vi nevne to forhold selskapet selv har formulert i sin strategiplan (revidert pr. 29.11.2010):

1. HAV Eiendom AS skal arbeide for at man ved utviklingen av Bjørvika tilstreber at byggene tilfresstiller ambisiøse miljø- og energimålsetninger, både i planlegging og utbygging av området.
2. HAV Eiendom AS er inneforstått med at å ta samfunnsansvar kan medføre redusert inntektpotensial for den enkelte eiendom/ det enkelte prosjekt på kort sikt, men mener at området totalt sett vil bli mer attraktivt og et bedre sted å bo, arbeide, besøke og oppholde seg ved at man prioriterer slike tiltak.

Disse momentene kan til en viss grad synes å stå i strid med HAV sin andre visjon, om å generere mest mulig inntekter til havnekassen gjennom å drive en aktiv forvaltning og utvikling av sine eiendommer. Dette til tross for at punkt 2 under samfunnsansvar påpeker at HAV er inneforstått med at samfunnsansvar kan medføre redusert inntektpotensial, men likevel presiseres dette bare i forhold til et kortsiktig

¹⁷ Samfunnsansvar (CSR) handler om hvordan verdier skapes, og hvordan bedriften påvirker mennesker, miljø og samfunn (NHO.no)

tidsperspektiv. Hvordan kan dette balanseres slik at både den økonomiske siden (krav fra eiere) og den generelle oppfatningen av byutviklingen i området tilfredsstilles? Vi velger å benytte begrepet oppfatning. Når vi i teorien snakker om kundetilfredshet, er den bygget på kundenes *forventede verdi* av et sluttprodukt. Forventningene må vurderes opp mot det endelige resultatet. Dette gjelder også for de brukergruppene som på ulike måter vil benytte seg av det nye Bjørvika-området. Svaret er ikke entydig.

Generelt har debatten om bedrifter og samfunnsansvar foregått i alle år, men i økende grad de siste årene. Privat næringsvirksomhet har i hovedsak et mål, å generere mest mulig inntekter, og samfunnsansvar rent begrepsmessig henger ikke i tråd med kortsiktig lønnsomhet. Langsiktig sett er fokus på samfunnsansvar vesentlig, fordi det påvirker selskapets omdømme og har betydning for forholdet til selskapets ulike interessenter. Kundenes forhandlingsmakt er i dag stor og byttekostnadene ved å bytte leverandør, er minimale. Bedrifter arbeider i større grad enn før med samfunnsansvar i strategiutforming og daglig drift. Bedrifters grad av involvering i samfunnsansvar gjenspeiler seg også i sine kunders engasjement og krav, samt økt press fra media. Bærekraftig utvikling er et begrep i stadig større utbredelse og for fremtiden, som sakte hvisker ut dagens "bruk- og forkast"-samfunn.

Sammenliknet med andre byutviklingsprosjekter i hovedstaden er *god byutvikling* et nøkkelord i utviklingen av Bjørvika. En artikkel fra NE nyheter (Saltnes 2007) viser at Rune Gerhardsen på Fjordbykonferansen til Estate Media, sa at tomtetetheten i Vika og Aker Brygge er på henholdsvis 700 og 320 prosent, mens den foreslåtte tettheten i Bjørvika skal bli 165 prosent, gitt at den ikke reduseres ytterligere. Videre fastslår artikkelen at Gerhardsen ønsker å bruke en halv milliard kommunale penger på å redusere tomtetetheten. Dette leder igjen til en annen politisk debatt, bruk av skattepenger. Men det sier også noe om hvor viktig byutviklingsbegrepet i Bjørvika-området er.

Slik vi ser det bør HAV tydeliggjøre sin visjon hva gjelder samfunnsansvar og byutvikling. Visjonen kan til dels være motstridene, sett ut fra et økonomisk perspektiv, samtidig som det må sies at begge momentene i visjonen er aktuelle. Når det gjelder byutvikling, mener vi HAV bør tydeliggjøre sin rolle utad. Med dette menes at selskapet bør på en oversiktlig måte redegjøre de tiltakene de vil iverksette for å sikre god

byutvikling. Dette kan f.eks. presenteres kortfattet på selskapets hjemmeside. Dette vil sette rammer for ulike interessentgruppers forventninger, og kan gi rom for diskusjon før og under utvikling. Dette henger også sammen med at Oslo Havn KF er eid av kommunen, og at HAV i dag oppfattes som en kommunal aktør, til tross for at selskapet ble stiftet som et aksjeselskap. Av intervjuene betegner enkelte av aktørene HAV som et "offentlig selskap" og at HAV har en "offentlig rolle" og et "offentlig ansvar". Malling & Co påpeker også at renommémessige konsekvensene for å bedrive eiendomsutvikling store, og at de må tas på alvor, spesielt når man er offentlig eid. Tjuvholmen/ Bøyum sier at det ikke er lett å måle suksess bare på et avkastningskrav, og at et offentlig selskap bør ha ansvar for byutvikling. Bøyum påpeker at dette er viktig fordi det man skaper i Bjørvika og på Tjuvholmen nå på mange måter er byrommet de neste hundre årene. Videre sier Bøyum at dette innebærer at utvikler har et ansvar for at ting gjøres med kvalitet, noe som ikke kan puttes i et regneark.

Trivsel, miljø og identitet bør er en forutsetning for å utvikle området bærekraftig. Opprettelsen av HAV som et AS og som et datterselskap av Oslo Havn KF, kan utad synes å gjøre rollen selskapet har, uklar. Følgelig vil vi hevde, som tidligere nevnt, at HAV bør vurdere å tydeliggjøre sin rolle utad, bl.a. fordi dette kan styre interessentgruppens forventninger. Dette bør være et mer heldig utgangspunkt enn om offentlighetens interesse og synspunkter ikke vektlegges i stor nok grad, da dette kan gi både HAV og dets eier negativt omdømme, og unødig kritikk i etterkant. Det er forventningene som er grunnlaget for å måle oppnådd grad av tilfredsstillelse, og forventningene kan i en viss grad styres, om det tas grep på forhånd.

6.4.3 Joint Ventures (JV) – samarbeid i prosjektsammenheng

"Et Joint Venture særpreges ved at flere næringsdrivende går sammen om å gjennomføre et større prosjekt, f.eks. et samarbeid om et entrepriseprojekt. Denne type samarbeid etableres for et avgrenset oppdrag, og ofte for en nærmere angitt periode. Et Joint Venture kjennetegnes bl.a. ved at partene deltar i styringen av samarbeidet, også i tilknytning til daglig drift."

(LNS.no, samarbeidsformer)

I henhold til HAV sin markedsstrategi i selskapets strategiske plan (revidert pr. 29.11.2010) står det at: "Selskapet kan i tillegg til å utvikle prosjekter i egenregi, også

inngå ulike former for partnerskap i arbeidet med utvikling av tomter og prosjekter.” Altså kan det være aktuelt for HAV å inngå en form for samarbeidsprosjekt, f.eks. joint ventures, i fremtiden. Thompson og Strickland (1992) påpeker at JV kan benyttes som et nyttig verktøy for å få tilgang til nye markeder, *“New Business”*, i flere situasjoner. Først og fremst er JV en bra mekanisme for å kunne gjennomføre prosjekter som et selskap alene ikke kan gjennomføre økonomisk sett, eller som er for risikofylte. Et annet poeng er at et JV kan samle kompetanse og ressurser fra to eller flere selskaper, slik at de til sammen innehar kompetanse og ressurser som vil gi de et vedvarende konkurransefortrinn. Joint ventures reduserer risiko, ved at risikoen deles mellom to eller flere parter.

Ulike former for samarbeidsprosjekter er vanlig innenfor eiendomsbransjen i dag, også hva gjelder utvikling av eiendom. Vi kan bl.a. nevne at Stor-Oslo Prosjekt og Veidekke er to selskaper som samarbeider mye med andre selskaper. Bruk av JV er en del av Veidekkes hovedstrategi. Tjuvholmen er et eksempel på samarbeid mellom to aktører om etablering av et nytt selskap, som skal gjennomføre et prosjekt innenfor et gitt område. OSU er også et selskap som er etablert av tre erfarne eiendomsaktører, henholdsvis Entra Eiendom AS, Linstow AS og Rom Eiendom AS. Joint ventures kan benyttes på en eller flere faser i verdikjeden, f.eks. i prosjektutvikling eller for hele prosjektet fra a til å.

Informantene har ulike synspunkter på JV som samarbeidsform og under vil vi kort oppsummere svarene i tabell 27:

Tabell 27 Svar på spørsmål 15: Bruk av JV

Spørsmål 15/ Informant	Bruk av Joint Ventures
1 NPRO	Tror det er en god idé Reduserer risiko, tiltrekke kapital og kompetanse Må være med komplementær partner
2 Tjuvholmen	Resultatet av en type JV Partene må utfylle og utfordre hverandre
3 Malling & Co	Blir brukt en del Bør ha litt komplementær kompetanse To likeverdige parter oppretter som regel en prosjektorganisasjon
4 Stor-Oslo	Samarbeider med entreprenører (form for risikoreduksjon), andre eiendomsselskap og på investorsiden
5 OSU	Ikke eiermessig for vår del: vi eier og utvikler tomter selv Åpne for samarbeidspartner når vi skal bygge boliger Reduserer risikobildet Utfordring å finne rett partner
6 Veidekke	Del av vår hovedstrategi Samarbeider mye, med delt eierskap 50/50

Valg av partner

Det poengteres av flere av informantene at valg av partner er avgjørende for inngåelse av et JV. Både NPRO/ Line og Malling & Co hevder det er viktig at selskapene som skal inngå i et JV er *komplementære* når det kommer til kompetanse. Videre nevnes det at partene bør være *likeverdige*. Tjuvholmen/ Bøyum sammenlikner JV med et ekteskap hvor han sier det er viktig å utfylle og utfordre hverandre. Han har liten tro på JV hvor den ene parten har kompetanse, mens den andre har det Bøyum kaller ”dumme penger”. Også Malling & Co påpeker at det kan være problematisk hvis det er en part som *leder*, mens en er kapitalinnskyter. Det er uansett liten tvil om at valg av samarbeidspartner må være nøye gjennomtenkt, og at forutsetningene og forpliktelsene for samarbeidet, og det enkelte selskapets rolle må defineres på forhånd.

Hvorfor joint venture?

Vi mener at joint venture kan være aktuelt for HAV, dersom selskapet bestemmer seg for å utvikle eiendommer utover dagens praksis som er detaljregulering, av flere årsaker:

(1) For å tiltrekke seg manglende ressurser i form av spesialkompetanse og ved ev. behov for ekstra kapital i forbindelse med et byggeprosjekt. En måte for HAV å finansiere et prosjekt hvor de selv skal stå for gjennomførings- og byggefasen, er å stille med tomt og inngå samarbeid med en annen aktør, som f.eks. har byggekompetanse og/ eller kapital.

(2) I HAV sine forvaltningsstrategier står det bl.a. at selskapet primært skal basere sin virksomhet på en lav risikoprofil. Hvis HAV ønsker å gjennomføre byggefasen ved et prosjekt i egen regi, vil vi anta at risikoen øker og selskapet må avklare med sin eier om taket for risikoprofilen kan økes. JV kan benyttes som et risikohåndteringsverktøy, ved at risikoen deles mellom to eller flere parter. HAV kan inngå samarbeid med selskaper som mangler reguleringskompetanse på detaljnivå, men som har f.eks. har byggekompetanse.

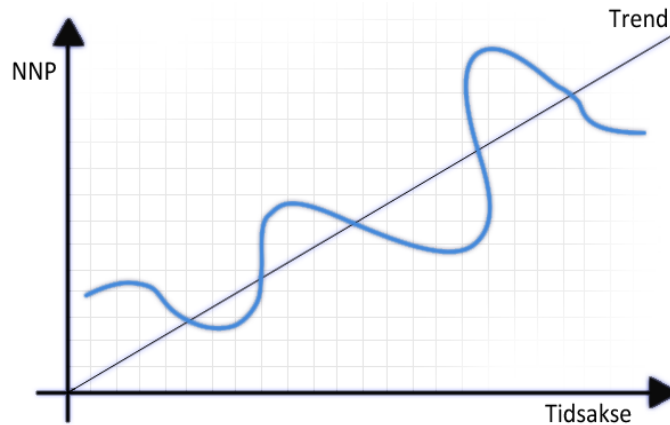
(3) Det vil være aktuelt for HAV å inngå JV i prosjekter som er for store eller omfattende for selskapet å gjennomføre alene. Det kan f.eks. være behov for kapital, ytterligere kompetanse eller at omfanget av prosjektet krever et større team (arbeidskapasitet).

6.4.4 Makrobildet

Med *makrobildet* henviser vi til *svingninger i markedet*, opp- og nedganger i den nasjonale økonomien. Disse svingningene kalles konjunktursvingninger og kan defineres som; *opp- og nedganger i nettonasjonalproduktet (NPP) langs en konstruert langtidstrend i NPP, når NPP er justert for sesongsvingninger* (Vale 2005 s. 108).

Makrobildet påvirker selskaper på ulike måter, og konjunktursvingninger gir ofte utslag i eiendomspriser. Finansiering og lån er konjunkturavhengige faktorer, og som påvirker både bedrifts- og privatkunder. Aktører i eiendomsbransjen er sannsynligvis mer utsatt for svingninger i makrobildet enn enkelte andre bransjer. Makrobildet kan ikke kontrolleres eller påvirkes, det eneste HAV kan gjøre er å imøtekomme markedssvingningene på best mulig måte. Vi snakker om konjunkturhåndtering på samme måte som begrepet risikohåndtering. Dette kommer i lys av finanskrisen som gjorde seg gjeldende i Norge i 2007/2008. Generelt har dette bl.a. bidratt til eiendomsaktørers fokus på kontinuerlig oppfølging av utgangsstrategier, og omstillingsevne. Som eksempel kan vi nevne Statoil, til tross for at de opererer i en annen bransje, og deres satsning på langsiktig krisehåndtering. "Det som vi er klar på, er

at vi vil være i stand til å håndtere de verst tenkelige situasjoner. Og da tenker jeg spesielt på det som kan skje i euroområdet, det vil si at euroen bryter sammen, f.eks.”, sier Morten Færevåg i avdelingen Group Treasury i Statoil (Ånestad 2011).



Figur 13 Konjunktursvingninger (Vale 2005 s. 108)

Figur 13 viser konjunktursvingninger langs en trendlinje og hvordan produksjons- og investeringsnivået i samfunnet går opp og ned. Eiendomsaktørene vi har snakket med i forbindelse med denne utredningen uttrykker at de har opplevd at eiendomsbransjen går i sykluser. Eksempelvis påpeker Veidekke/Paaske at de opplevde en rekordlang oppgangstid med en topp i 2007, med etterfølgende nedgangstid. Denne toppen beskrives også av Ragnar Eggen, analysesjef i Akershus Eiendom (Eggen 2011), som sier; "det er enighet i markedet om at verdier på næringsseiendom nådde et toppunkt ved slutten av 2007, da den første delen av finanskrisen hadde begynte å gjøre seg gjeldende, med raskt stigende renter og sviktende sysselsettingstall." Markedet er nå på vei opp, men er ikke på samme høye nivå som i 2007. I dag er markedet preget av at flertallet på boligmarkedet kjøper før de selger, en motsatt tendens av hva vi så under perioden hvor eiendomsmarkedet var hardest rammet av finanskrisens omfang. Den sterke boligprisutviklingen som preger dette året, vil trolig få positiv innvirkning på byggeaktiviteten fremover.

Konjunkturforhold, kan HAV verken kontrollere eller påvirke direkte, men det vil være mulig å proaktivt jobbe med scenariobygging og oppfølging av markedstendenser. Dette vil gjøre at selskapet til enhver tid har alternative strategier å støtte seg på i ev. nedgangstider. Etter å ha intervjuet aktører i bransjen mener vi at dette kan gjøres på to måter: *Velge riktig tidspunkt for salg av eiendom etter markedet og å skifte fokus når markedet snur.*

”Timing”

HAV er i den unike posisjon at de besitter tomtene i Bjørvika, som ble overført fra Oslo Havn KF som tingsinnskudd¹⁸. For å velge riktig tidspunkt for salg av eiendom, kan det hende HAV må sitte på tomtene i et lenger tidsperspektiv. Dersom HAV fortsetter dagens praksis med fokus på detaljregulering, vil vi anta at det ikke er store kostnader knyttet til det å ”holde” på tomtene. I gjennomførings- og byggefasen vil det derimot påløpe flere kostnader og fasen krever større grad av finansiering. Behovet for å realisere inntekter vil være mer kritisk i sistnevnte tilfelle. HAV sin forretningsidé og visjon som tidligere nevnt, kan kort oppsummeres slik: (1) tilføre størst mulig verdier til havnekassen og (2) ivareta hensynet til byutvikling i Bjørvika-området. Oppnåelse av målsetning 2 er til en viss grad uavhengig av makrobildet, da HAV uansett kan detaljregulere og legge føringer på utforming av eiendommene. For å maksimere inntektene av tomtesalg vil det å treffe riktig tidspunkt i markedet, være avgjørende.

Om HAV fremover velger å fortsette med dagens virksomhet, dvs. å detaljregulere tomter for så å selge, vil selskapets aktivitet være mer konsentrert og det vil trolig stå i en sterkere posisjon til å ”time” salget. Ved å selge før gjennomførings- og byggefasen vil de i mindre grad eksponere seg for markedsrisiko. Alternativt, om HAV ønsker å utvikle og bygge eiendommer for videresalg, vil det totalt sett øke risikoen selskapet tar. Dette bygger på at de i større grad blir eksponert for markeds- og produksjonsrisiko. Ved å gjennomføre byggefasen selv, vil også HAV fokusere på flere aktiviteter; kravene til innhenting av kapital og kompetanse øker betydelig, og det kan bli mer utfordrende å treffe riktig tidspunkt for salg. Det kan f.eks. inntreffe uforutsette hendelser under byggeperioden i form av forsinkelser og problemer på entreprenørsiden, og andre forhold omkring byggefasen som vil drive kostnadene ytterligere. Selskapets nåværende forvaltningsstrategi sier at HAV primært skal basere sin virksomhet på en lav risikoprofil. Hva som ligger i begrepet lav risikoprofil er vanskelig for oss å definere med den informasjonen vi har. Det er uansett viktig at HAV vurderer om et ev. byggeprosjekt kan gjennomføres innenfor selskapets ønsket risikoprofil eller om taket for risikoprofil må økes i tråd med eierstrategien.

¹⁸ Tingsinnskudd er aksjeinnskudd i annet enn penger.

Omstillingsevne

Omstillingsevne og –vilje, samt å inneha en proaktiv tankgang er viktige egenskaper for eiendomsutviklere for å holde takt med dagens markedskrefter. Når markedet snur bør selskapet være rede til å endre eller skifte fokus for å holde aktivitetsnivået på et tilfredsstillende nivå. Veidekke/ Paaske forteller i sitt intervju at ved byggestoppen som inntraff i 2007/2008, ble selskapet veldig eksponert for markedsrisiko, og at de i august 2009 ikke hadde noe i produksjon. Fokuset ble snudd til regulering og utvikling. Dette gjorde at selskapet var rede til å møte markedet når det tok seg opp igjen. Tjuvholmen/Bøyum nevner også markedsrisikoen og sier at boligsalget stoppet helt opp i 2008. Tjuvholmen håndterte likevel situasjonen ved at de hadde solgt mye tidligere, og at de dermed hadde nok å produsere gjennom denne perioden. Om det er en bevisst strategi fra selskapets side kom ikke frem under intervjuet.

Omstillingsevne vil være viktig for HAV, uavhengig av posisjonering i verdikjeden. Dersom selskapet bestemmer seg for å fortsette dagens praksis med detaljregulering, bør de fokusere på planlegging og regulering i nedgangstider, og fokus på tomtsalg med tilhørende kontraktinngåelser i oppgangstider. Velger HAV derimot å posisjonere seg lenger ut i verdikjeden, kan de f.eks. gjøre som Tjuvholmen, å skifte fokus til produksjon (gjennomførings- og byggefase) når markedet stopper. Det kan være lønnsomt å inngå entreprisekontrakter i nedgangstider, da prisene på byggekontrakter normalt vil være lavere pga. ledig kapasitet hos entreprenørene. I tider hvor markedet er godt for entreprenører og etterspørselen er høy, kan det i følge Mallin & Co være vanskelig å gjennomføre prosjekter da entreprenørkapasiteten er lav.

6.4.5 Medias makt

Media gir innspill og rom for diskusjon i samfunnet. Media omtales som *den fjerde statsmakt*, og ikke uten grunn. Det er gjennom radio, trykte medier og tv, folk flest får innsyn i samfunnsforhold. Media fungerer i stor grad som en egen samfunnskritiker, samtidig som de har stor innflytelse på hva som vil oppta den gjennomsnittlige nordmann. Dette kommer særlig til syne under politiske valg. HAV sine potensielle sluttbrukere vil i en viss grad være farget av hva media skriver om selskapet. I sterk kontrast til utviklingen av Bjørvika, som er noen minutters gange fra Tjuvholmen, har media forholdt seg relativt stille til byggingen av Astrup Fearnley-museet og Tjuvholmen generelt. Diskusjonen om plasseringen av det nye Munch-museet i Bjørvika har vært

intens og mer engasjerende enn man på forhånd skulle tro. Hva skyldes det at media som "risikobrikke" er så betraktelig mye høyere i Bjørvika enn på Tjuvholmen? OSU/ Thoeneie påpeker at alle utviklere har "sine ting å stri med" og at alle har risiko som må vurderes og kalkuleres. Områdene omkring Bjørvika har, om vi ser bort fra de siste store omveltningene i område som Operahuset, Hotel Opera o.l., vært et havneområde uten tilgang for allmennheten. Videre strekker området seg mot østkanten. Enkelte, spesielt kritikere av Bjørvika-utbyggingen, hevder utviklingen av Fjordbyen flytter vestkanten østover. I hvilken grad medias fokus på Bjørvika skyldes et typisk østkant/vestkant tematikk, vil vi ikke spekulere videre i.

Generelt, når det gjelder å forholde seg til media, kan vi lære av tidligere erfaringer. Et nærliggende prosjekt å sammenlikne med, er den statlige arkitektkonkurransen om Tullinløkka i 1995. I dag er det fortsatt intet museum på Tullinløkka. Prosjektet var kritisert allerede i tidlig fase. Slik vi har nevnt, er det å skape riktige forventninger på et tidlig tidspunkt avgjørende. Et prosjekt må ha forankring fra aktuelle interesser. Kommunikasjon med alle berørte aktører, både små og store, må følges opp i alle faser i utviklingsprosjekter. En teknikk vil være å prøve å gi media informasjon som setter selskapet og området for utbygging, i et positivt lys, heller enn å kun imøtekomme medias innspill når det allerede foreligger kritikk. Dette kan vi kanskje kalle *proaktiv medieåndtering*. Medias fokus gjenspeiler ofte allmennhetens holdninger og meninger, noe som indikerer viktigheten av god kommunikasjon og oppfølging i alt fra naboer, interessegrupper, aktuelle brukergrupper, potensielle sluttbrukere osv.

6.4.6 Politikens rolle

Ut fra gjennomførte intervjuer og litteraturgjennomgang synes politikens rolle eller politisk risiko å være en undervurdert faktor i eiendomsutvikling generelt. Her mener vi i forhold til regulering eller reguleringsrisiko. Ettersom vårt fokus ligger på HAV og eiendomsutvikling i Bjørvika, vil vi ikke drøfte politisk risiko for eiendom generelt. Vi har tidligere presisert at det per dags dato gjenstår detaljregulering (rammesøknad), før HAV ev. får igangsettelsestillatelse for sine tomter i Bjørvika. Når de overordede prinsippene (høyde og volum) for utvikling i Bjørvika-området er gitt, gjennom reguleringsplanen, er reguleringsrisikoen betydelig lavere her sammenliknet med andre byutviklingsprosjekter. Kompleksiteten er nødvendigvis ikke mindre. Planleggingen av det nye Munch-museet (Lambdaprojektet) har skapt internasjonal interesse og

forventingene både nasjonalt og lokalt er store. Vi vil illustrere politikkenes rolle gjennom den utviklingen vi til nå kan beskrive som en fartsfylt berg og dalbane, hva gjelder plasseringen av det nye Munch-museet. Den omstridte debatten omkring det nye Munch-museet, har imidlertid ikke direkte tilknytning til HAV, fordi det er et reguleringsforslag kommunen selv står for. Vi velger likevel å se på stridigheten rundt *Munch-museet som eksempel*, da den viser hvilken rolle og betydning politikken har hatt for prosjektets utvikling. Debatten har bl.a. inneholdt uenigheter om hvorvidt det nye Munch-museet skal plasseres i Bjørvika eller ikke, *hvor* HAV i årene fremover skal utvikle eiendommer. "Hvis Rolf E. Stenersen og Edvard Munch hadde vist at deres arv blir brukt i et lokalt politisk spilt, hadde nok holdt tilbake den sjenerøse gaven", sier arvingene etter Munch og Stenersen til Aftenposten (Østrem 2011).

I 2008 vedtok bystyret i Oslo å bygge det nye Munch-museet i Bjørvika. Bystyret velges hvert fjerde år, og bestemmer hovedlinjene i utviklingen av byen og kommunens tjenester. Bystyrets sammensetning er resultat av andelen mandater de politiske partiene får, etter hvert kommunevalg. Vi vil nevne to merkbare trekk ved prosessen ved plasseringen av Munch-museet.

For det første gikk riksantikvaren til innsigelse¹⁹ mot alle de tre planalternativene for nytt Munch-museum i Oslo i 2010. I mai 2011 kom imidlertid Høyre, som en av pådriverne for prosjektet, med nyheter om at riksantikvar Jørn Holme og byrådsleder Stian Berger Røsland (H) i Oslo etter krevende, men konstruktive forhandlinger hadde blitt enige om et forlik for deler av Bjørvika. I pressemeldingen av 11.05.11 sier Røsland følgende: "*Jeg har ført samtaler med partigruppene til Høyre, Fremskrittspartiet og Venstre om punktene i avtalen og legger til grunn at det vil være flertall i Oslo bystyre for at avtalen blir realisert.*" Følgelig lå det an til å realisere det nye Munch-museet i Bjørvika.

¹⁹ Offentlige myndigheter kan gå til innsigelse mot planen når den er lagt ut til offentlig ettersyn, dvs. at kommunestyret ikke kan vedta planen. Partene må dermed prøve å bli enige om en løsning. Hvis partene ikke blir enige etter mekling hos fylkesmannen, må reguleringsplanen sendes til Miljøverndepartementet for avgjørelse (RIKSANTIKVAREN.no)

Den 10.11.11 ble det imidlertid flertall ved opposisjonspartiene i det nye bystyret om å skrinlegge Lambdaprosjektet i Bjørvika. Dette viser hvordan sammensetningen av de politiske partiene og utskiftning av bystyre i sin helhet ved valg, har av innflytelse. Debatten omkring plassering av det nye Munch-museet kan beskrives som sterkt engasjerende. Ole Slyngstadli, museets representant i planleggingen av det nye museet, uttaler i en artikkel (VG.no 2011) i forbindelse med det nye vedtaket, at han ikke var fornøyd med svarene fra politikerne under det nye vedtaket og mente at prosessen nå ville bli vesentlig forsinket. Slyngstadli sier videre at de lojalt har forholdt seg til et lovlig fattet vedtak i 2009 og jobbet med det, før han oppsummer prosessen slik: *"Og så inviterer man seg selv hit til et opposisjonsmøte på Munch-museet hvor man framlegger et annet alternativ som om det allerede var vedtatt"*. FrP gikk brått inn for å stoppe Lambdaprosjektet etter et ekstraordinært styremøte tidligere i høst. Dette kom overraskende på mange, ettersom partiet så sent som i juni vedtok med sine stemmer i byrådet i Oslo, å gå videre med Lambdaforslaget.

Dette viser store politiske svingninger, både gjennom sammensetning av det aktuelle bystyre når et vedtak tilknyttet regulering skal vedtas, men også risikoen knyttet til at et nytt bystyre kan endre et tidligere lovfestet vedtak. Videre har riksantikvaren som offentlig myndighet, mulighet til å komme med innsigelse på et vedtak gjennomført av bystyret. Dette vil, som Ole Slyngstadli sa, forsinke prosjektet betraktelig. En annen side er at det gjør prosjektutviklingsfasen betydelig mer kostnadskrevenne enn planlagt. FrP begrunnet sin holdningsendring med at de hører på sine medlemmer. Det er vanskelig å si om det lå noe annet bak.

Hva kan man lære av dette? Politisk risiko kan ikke styres direkte. Men vi vil anta at den kan påvirkes. Munch-museet er kanskje et eksempel på et eiendomsutviklingsprosjekt som i utgangspunktet er for svakt foranket politisk og folkelig. OSU/ Thoeneie sier informasjon er den viktigste og ofte mest undervurderte risikofaktoren i byutvikling i Oslo. Thoeneie sier videre: *"Vi har vært gjennom kommunevalg og omreguleringsprosesser, og erfart utsettelse i utviklingen i over to år, noe som kan resultere i mer enn 100 millioner kroner i økte kostnader for et enkelt prosjekt."* Groth og Holmlund (2008), poengterer i artikkelen "Vil politikerne stoppe dine byggeplaner?": *"Derfor kommer man svært langt om man kommer til politikerne med løsninger, fremfor å presentere dem for enda flere problemer. ... men det betyr at man kan komme langt ved å*

sette seg inn i kommunen og nærmiljøets behov på forhånd.” Grundig forarbeid og løpende kontakt med omgivelsene som naboer, politikere, potensielle innflyttere osv. vil bidra til å kartlegge hvilke behov og ønsker som er knyttet til eiendomsprosjektet man skal utvikle. Som nevnt i avsnittet om byutvikling, handler mye om å møte ulike brukergrupper og interessenters forventninger. Forventninger kan til en viss grad styres, mens reaksjoner i etterkant av et ferdigstilt prosjekt er en mer uheldig situasjon. Det er bedre å drive proaktivt arbeid enn brannslukking. Det skal sies at den politiske situasjonen knyttet til Munch-museet er spesiell, fordi den omhandler plassering av en betydningsfull kulturinstitusjon og er i kommunens regi. Når det gjelder HAV sine resterende tomter i Bjørvika-området, er disse imidlertid i størst grad forbeholdt bolig. Generelt kan HAV fokusere på avklare forventninger gjennom presis og riktig informasjon til politikere, og følge opp om uttalelser i media og politiske program.

6.4.7 Risikoprofil

I følge HAV sin forvaltningsstrategi i selskapets strategiske plan (revidert pr. 29.11.20) skal selskapet primært basere sin *virksomhet på en lav risikoprofil*. Eiendomsaktørene vi har snakket med sier at reguleringsrisikoen er den mest kritiske fasen i eiendomsutvikling, særlig i Oslo. Med kritisk mener vi at det er knyttet høy risiko til fasen. Slik dagens praksis er driver HAV med detaljregulering. Om HAV bestemmer seg for å posisjonere seg lenger ut i verdikjeden, må det gjøres tiltak for å begrense og styre risiko i de øvrige fasene. Vi vil imidlertid ikke drøfte risiko tilknyttet regulering. Vi vil heller ikke gå nærmere inn på reguleringsrisikoen eller politisk risiko, utover de vi drøfter i avsnitt 6.4.6. Politikkenes rolle. Som tidligere nevnt, er tomtene regulert og det er fastsatt klare retningslinjer gjennom reguleringsplanens S-4099 (vedlegg 1) vedlegg; designhåndboken, miljø- og kulturoppfølgingsprogrammet. Gjennom reguleringsplanen er høyde og volum for de ulike tomtene angitt, og det er detaljreguleringen som gjenstår, m.a.o. hvordan bygget eksakt skal se ut. Vi antar det er liten risiko knyttet til dette og at HAV er godt rustet til å få gjennomslag for sine rammesøknader. Antatt reguleringsrisiko for selskapet er på et nivå som tilfredsstillt kravet om lav risikoprofil, men vi vil igjen henwise til drøftingen om politisk risiko i avsnitt 6.4.6.

Modeller for risikostyring

I HAV sin strategiske plan (revidert pr. 29.11.2010) står det at: *"HAV Eiendom AS skal videreutvikle sitt risikostyringsverktøy og sine styrings- og rapporteringsverktøy slik at de økonomiske konsekvensene av ulike handlingsalternativer er umiddelbart tilgjengelige."*

Intervjuene viser at halvparten av eiendomsaktørene benytter ulike simuleringsmodeller for å håndtere risiko. Veidekke, Malling & Co og Stor-Oslo poengterer at de benytter slike modeller. En simuleringsmodell med ulike scenarioer vil, som den strategiske planen tilsier, kunne gi et bilde av økonomiske konsekvenser av ulike alternativer. De ulike scenarioene i en slik modell vil være alternative markedsmuligheter, som f.eks. "best case", "worst case" og normaltstand ("base"). Simulering kan gjennomføres i alle faser i verdikjeden, og kan brukes for å bergene kostnader knyttet til et eiendomsprosjekt. Vi kan f.eks. nevne fastsettelse av pris på tomt, bygge- og rentekostnader og utleiepriser. Simuleringsmodeller kan vise økonomiske konsekvenser, men HAV bør også kartlegge ulike strategier/alternativer for å gå ut av et prosjekt. Dette drøftes videre under utgangsstrategier i avsnitt 6.4.8.

Redusere/håndtere risiko

For at HAV skal følge sin forvaltningsstrategi om å primært basere sin virksomhet på en lav risikoprofil, er det nødvendig at HAV etablerer konkrete tiltak/mekanismer for å redusere og håndtere risiko, jf. avsnitt 3.4.2, har vi definert fire typer av risiko. Risikotypene opptrer i fasene i verdikjeden, og det finnes ulike metoder for å håndtere disse. Vi velger som tidligere nevnt, å fokusere på markeds-, produksjons- og finansieringsrisiko, da HAV vi ser bort fra reguleringsrisiko etter drøfting ovenfor.

Markedsrisiko

Denne risikotypen kan ikke elimineres, men fokus på forhåndssalg/utleie i tidlig fase kan redusere markedsrisikoen. Forhåndssalg/utleie er normalt også nødvendig for å skaffe finansiering, da bankene ofte krever at en viss andel er forhåndssolgt/utleid. Det betyr at arbeidet med salg og utleie må starte tidlig for å få godkjent ønsket byggelån, men i praksis viser det seg at forhåndssalget vanligvis ikke starter før en godkjent reguleringsplan foreligger (Barlindhaug & Nordahl 2005). Dersom HAV velger å utvikle eiendommer for salg eller utleie, bør det slik svarene fra våre informanter viser, sette seg et krav om at på 50 – 70 prosent av byggeprosjektet skal være forhåndssolgt/utleid.

Dette bør overholdes for å imøtekomme HAV sin strategi om å basere sin virksomhet på en lav risikoprofil.

Markedsrisikoen kan reduseres gjennom bruk av markedsundersøkelser. Slike undersøkelser kan gjøres på et tidlig stadium, f.eks. for å få respons på arkitektoniske forhold og bruksområde for byggene. Undersøkelsene kan også knyttes til potensielle kjøpere/leietakere for å besvare spørsmål om etterspørsel etter bolig og eller næringslokaler. Barlindhaug og Nordahl (2005) sier at det må gjøres kvalifiserte anslag på fremtidig etterspørsel. Sentrale forhold som vil være med å avgjøre den fremtidige etterspørselen er bl.a. befolkningsvekst, vekst i inntekt og rentenivå.

Finansieringsrisiko

Risiko knyttet til finansiering er konjunkturavhengig. Dette ble tydeliggjort under finanskrisen, da bankene i stor grad stoppet all finansiering. NPRO/ Line sier at bankene stoppet utlån til eiendomsselskaper etter Lehman Brothers-konkursen i 2008. Line hevder videre at finansiering har blitt et mer aktuelt emne de senere årene.

Finansieringsrisikoen blir likevel ikke vurdert som en spesielt kritisk risiko av våre informanter. Malling & Co poengterer at utbyggere stort sett vet om de får byggelån eller ikke, da dette i stor grad avklares gjennom forhåndssalg/forhåndsutleie.

Finansieringsrisikoen vil i stor grad reduseres gjennom de samme mekanismene som reduserer markedsrisikoen. Disse risikoene henger tett sammen.

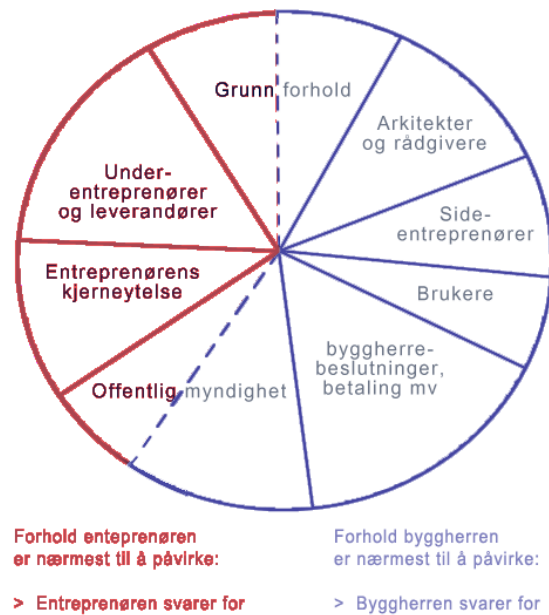
Produksjonsrisiko

For å redusere risikoen knyttet til byggefasen/gjennomføringsfasen er det nødvendig å fokusere på gode entreprisekontrakter. Med entreprisekontrakter menes kontrakter med entreprenører. Det finnes flere ulike modeller for entreprisekontrakter. Slik vi ser det vil det for HAV være aktuelt å benytte en *utførelsesentreprise* ved gjennomføring av byggefasen. I en slik modell (se figur 14 under) er entreprenørens forpliktelse begrenset til utførelsen, dvs. ikke prosjekteringen.

Enkelte av eiendomsaktørene påpeker at de benytter en *totalentreprise*. Under en totalentreprisemodell har entreprenøren også ansvar for prosjekteringen, herunder kontakt med arkitekter og rådgivere. For HAV synes en utførelsesentreprise å være mest aktuell, da denne formen sikrer større innflytelse på resultatet. Ved valg av denne

modellen er det ev. HAV i byggherrerollen som i hovedsak står for tegninger, beskrivelser og beregninger, m.a.o. prosjektutviklingsarbeidet. Dette anser vi som nødvendig, for at HAV skal oppfylle delen av visjonen om å bidra til en god byutvikling i Bjørvika. Det må likevel poengteres at det ikke er noe entydig skille mellom totalentreprise og utførelsesentreprise. Vesentlig er det imidlertid å opprettholde substans i kontrakten, uavhengig av entreprenørmodell, og at utviklers behov dekkes på et tilfredsstillende nivå. Figur 14 under, viser hvilke forhold byggherren har ansvar for og hvilke forhold entreprenøren har ansvar for i utførelsesentreprise

En god entreprisekontrakt vil sikre byggekostnadene og redusere risikoen i byggefasen, ettersom det er entreprenøren som overtar risikoen. OSU/ Thoeneie mener at den beste måten å redusere risiko på er å holde seg til kjernevirksomheten. Han sier at dersom man holder seg til sin kjernevirksomhet kan man kalkulere, forstå og håndtere risiko bedre. Mallings &



Figur 14 Utførelsesentreprise (Tvedt 2009)

Co sier også at det er viktig å være kompetansemessig rustet for hele prosessen dersom man velger å gjennomføre hele eiendomsutviklingsprosessen. HAV innehar kjernekompetanse i detaljregulering. Vi mener at HAV bør hente inn aktuell kompetanse og benytte seg av en utførelsesentreprisemodell, hvis de ønsker å utvide sin rolle som eiendomsutvikler til å omfatte aktivitet innenfor gjennomførings- og byggefasen i verdikjeden. Avslutningsvis vil vi si at Mallings & Co i intervjuet presiserer følgende: "...at for tomtene i Bjørvika vil enhver utbygger se et stort potensial i området, og det gjør at kanskje alle risikotrinnene blir noe lavere."

6.4.8 Utgangsstrategier

Miles et al. (2000) mener, som vist i avsnitt 3.3.2, at det er viktig for en eiendomsutvikler å ha en utgangsstrategi i hver av fasene i verdikjeden for eiendomsutvikling. Dersom HAV bestemmer seg for å gå lenger i verdikjeden enn det de gjør i dag, vil det være nødvendig å ha utgangsstrategier som gjør det mulig å tre ut av et prosjekt før

ferdigstillelse. En av HAV sine markedsstrategier reflekterer en generell utgangsstrategi, den sier at: *"HAV Eiendom AS skal som utgangspunkt ikke sitte med drifts- og utleieansvar for ferdig utviklede bygg og tomter, men for særlige prosjekter eller strategisk viktige tomter/ bygg kan dette vurderes."* Dette er også utgangspunktet for OSU/ Thoeneie sin strategi. Dette vil si at selskapet ønsker å tre ut av sin rolle som eiendomsutvikler etter gjennomførings- og byggefasen.

Spørsmålet om å ta neste steg videre ut i verdikjeden eller å avslutte, må HAV stille seg i hver fase. Ved hver milepæl bør det utarbeides grundige underlag med alternative strategier. Det viktige er å ikke gå ut av et prosjekt for sent. I strategiplanen (revidert pr. 29.11.2010) til HAV finner vi at selskapet skal videreutvikle sitt risikostyringsverktøy slik at de økonomiske konsekvensene av ulike handlingsalternativer er umiddelbart tilgjengelige. Å etablere klare utgangsstrategier, og beslutningssystemer, vil være et viktig moment innenfor eierstrategi og til bruk som risikostyringsverktøy. Det er viktig for selskapet å kunne presentere ulike utgangsstrategier på de enkelte prosjektene ovenfor styret, når beslutninger skal tas. Under ser vi de ulike eiendomsaktørens svar på bruk av utgangsstrategier og som vi vil benytte som utgangspunkt for videre diskusjon.

Tabell 28 Svar på spørsmål 3: Utgangsstrategier

Spørsmål 3/ Informant	Hvor/når tar dere beslutninger om videre utvikling (utgangsstrategier)?
1 NPRO	Prøver å unngå å snu for sent. Skal sikre byggekostnadene, 60 prosent skal være forhåndssolgt/utleid, og vi analyserer risikoforhold.
2 Tjuvholmen	Det er delvis markedsbestemt, og vurderes kontinuerlig. Det er også noen eiermessige preferanser.
3 Malling & Co	Avgjørelsen om hvor langt man skal gå kan tas underveis, men den bør strategisk tas tidlig.
4 Stor-Oslo	Vurderes ved hver milepæl etter regulering/omregulering. Vi presenterer et underlag for styret som viser ulike alternativer.
5 OSU	Har en strategisk plattform som regulerer dette. Når det gjelder bolig selges det meste før det er ferdigstilt.
6 Veidekke	Avhengig av markedet og forretningen for øvrig. Beslutningen tas gjennom et styringssystem hvor vi ved hver fase legger frem de ulike risikoene.

Beslutningsgrunnlag

For å ta beslutninger om videre utvikling kan det etableres strukturerte systemer og prosesser. Stor-Oslo og Veidekke er eksempler på selskaper som har faste rutiner for dette. Stor-Oslo/ Brovold forklarer at etter tomteregulering vurderer de videre utvikling ved hver milepæl eller fase i et prosjekt. Selskapet utarbeider et underlag som presenteres til styret. Underlaget skal vise ulike alternativer for både inntekter og kostnader. På bakgrunn av dette er det *styret* som tar avgjørelsen om videre utvikling. Et lignende beslutningssystem benyttes også av Veidekke. Selskapet presenterer et notat etter hver fase, hvor risikotyper og inntekspotensial vurderes. På bakgrunn av notatet tas beslutningen om prosjektet skal avvikles eller om det skal utvikles videre. Det som i størst grad påvirker beslutningen om videre utvikling er markedsforhold. Veidekke/ Paaske poengterer at markedet har mye å si for den videre utviklingen av et prosjekt. Også Tjuvholmen/ Bøyum sier at beslutning om å utvikle videre eller ikke, er delvis markedsbestemt. Reguleringsprosessen er, som tidligere nevnt, meget tidkrevende og markedet kan endre seg drastisk i løpet av den tiden det tar å få en tomt regulert eller omregulert. Derfor er det viktig å evaluere mulige inntekter, risiko og kostnader underveis i prosessen. Malling & Co/ Meedom mener at beslutningen om hvor man skal posisjonere seg i verdikjeden bør skje tidlig, men at det må være mulig å endre beslutningen underveis i prosessen. Dette hevder også NPRO/ Line. Omstillingsevne er et nøkkelord for klare å holde tritt med markedssvingningene.

Strategi

Eiermessige preferanser og strategiplaner er med på å avgjøre hvor selskapet skal posisjonere seg i verdikjeden for eiendomsutvikling . Tjuvholmen/ Bøyum forklarer at eierne av Tjuvholmen har noen eiermessige preferanser som går på hvilke bygg de ønsker å beholde. I utgangspunktet skal Tjuvholmen bygge ut og videreselge eiendom, men eierne ønsker at enkelte bygg skal beholdes i selskapet, da de anser det som en langsiktig og god investering.

Strategiplanen til HAV åpner for at selskapet kan drive med *egenutvikling* av eiendom. Per i dag er det ingen føringer på type eiendom eller type prosjekt selskapet kan utvikle. Det må igjen presiseres at tomtene i Bjørvika er regulert, se reguleringsplanen S-4099 i vedlegg 1, dvs. at formål og høyde/volum for de enkelte tomtene er gitt. Med bakgrunn i reguleringsplanen som foreligger, vil HAV måtte forholde seg til utvikling innenfor den

eiendoms-kategorien som er besluttet for den enkelte tomt. HAV sine tomter er i størst grad forbeholdt bolig. Likevel kan HAV selv velge hvilke eiendommer de ønsker å selge i tidlig fase og hvilke de ønsker å utvikle utover detaljreguleringsfasen. Eksempelvis har Veidekke en klar strategi om at de i hovedsak skal utvikle, bygge og overlevere bolig. Veidekke/ Paaske forklarer at dersom en tomt blir regulert til et større volum med næring enn først antatt, vil Veidekke i henhold til sin strategi, vurdere å selge tomten etter regulering. Det kan også være en mulighet for HAV å rendyrke en spesifikk eiendomsstrategi i henhold til hvilke typer eiendom de ev. ønsker å utvikle, fortrinnsvis bolig eller næring. NPRO/ Line sier i intervjuet som første kommentar at: *"når det gjelder en verdikjede generelt tror jeg det er viktig å bestemme seg for hva man skal få til av økonomisk verdiskapning."* Avslutningsvis kan vi si at HAV bør fokusere på hva som er målet med den enkelte tomt fra dag én, samtidig som utgangsstrategier må vurderes kontinuerlig gjennom prosjekts levetid.

7 Konklusjon – A WALK THROUGH THE VALUE CHAIN

I dette kapitlet har vi til nå oppsummert funn til vår overordnede problemstilling og de tilhørende delproblemstillingene. Vi har kartlagt åtte momenter vi mener er aktuelle for HAV å kartlegge ved valg av posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling i Bjørvika-området. I denne utredningen er følgende problemstilling og delproblemstillinger undersøkt:

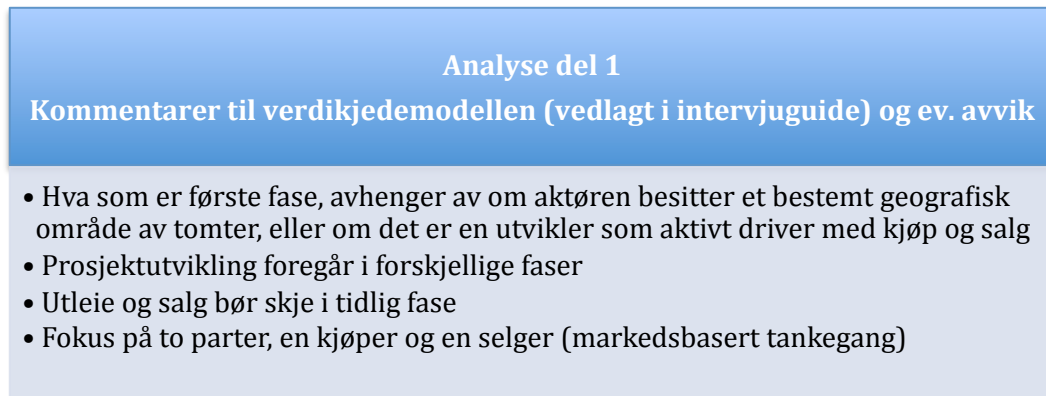
(1) Hvilke momenter er aktuelle for HAV Eiendom AS å kartlegge ved valg av posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling i Bjørvika-området?

(2.1) Sett i forhold til HAV Eiendom AS sitt kjerneområde(r), i hvilke faser vil verdiskapningspotensialet være størst?

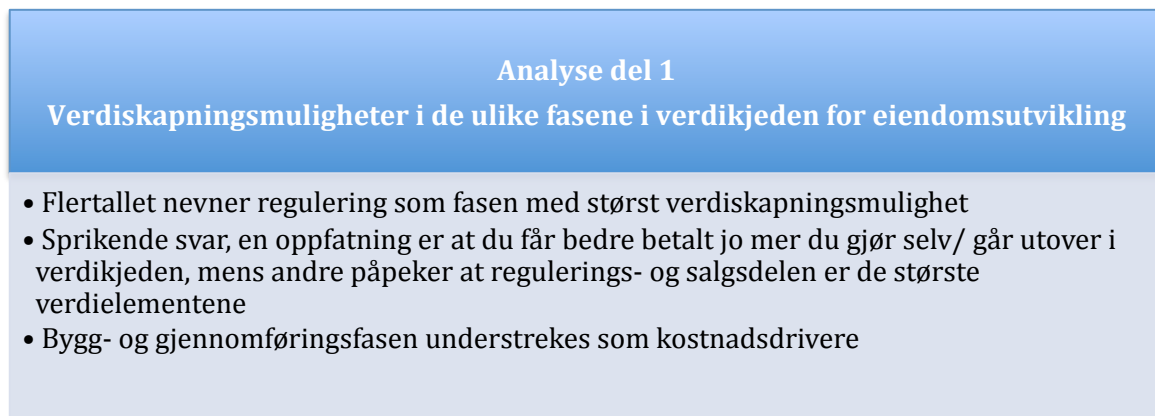
(2.2) Hvilke modeller benyttes for å beregne avkastningskrav, og hvilket avkastningskrav benyttes?

(2.3) Vi har definert fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko. Hvilke(n) type risiko står eiendomsutviklere særlig ovenfor i de ulike fasene, og kan de fire nevnte risikotypene eventuelt rangeres eller tallfestes i forhold til den enkelte fasen?

7.1 Oppsummering av funn i analysedel 1 Faser i verdikjeden for eiendomsutvikling



Figur 15 Oppsummering av funn i analysedel 1: Kommentarer til modell og ev. avvik

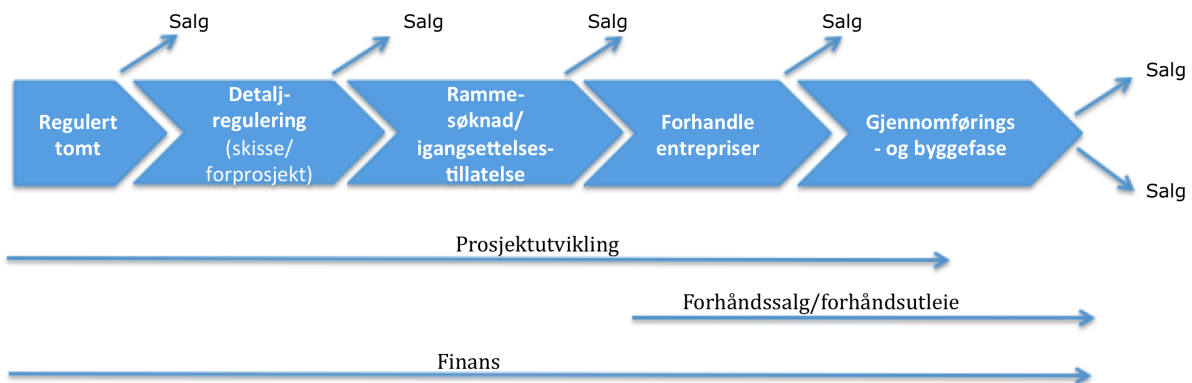


Figur 16 Oppsummering av funn i analysedel 1: Verdiskapningsfaser i eiendomsutvikling

En verdikjedemodell med faser i eiendomsutvikling må starte med eiendomsaktørens utgangspunkt, tomt eller ikke tomt, eller vurdere om første fase skal være idé/plan eller starte med kunden. Prosjektutvikling skjer i forskjellige faser, og at utleie og salg bør skje i tidlig fase. Våre funn indikerer også at alternativet "eget bruk" bør fjernes, fordi det uavhengig av hvem som skal bruke det ferdigstilte bygget bør være fokus på to parter, derav en markedsbasert tankegang, som vil være mest optimalt om bygget en dag skal selges.

Når det gjelder eiendomsaktørenes svar på hvordan de ser på verdiskapningsmuligheter i verdikjeden for eiendomsutvikling, er det et todelt syn. En oppfatning er at regulerings- og salgsfasen er de største verdielementene. Den andre oppfatningen som fremgår blant de spurte aktørene er at jo lenger du går ut i verdikjeden, jo mer får du betalt. Videre er det enighet om at bygg- og gjennomføringsfasen er en kostnadsdrivende fase.

Basert på funnene i analysedel 1 og tilhørende drøfting, har vi utarbeidet en ny verdikjedemodell for faser i eiendomsutvikling, tilpasset HAV;



Figur 17 Ny utarbeidet verdikjedemodell for faser i eiendomsutvikling, tilpasset HAV

7.2 Oppsummering av funn i analysedel 2 Avkastning

Beregning av avkastning	Avkastningskrav, konkrete mål	Bruk av yield
<ul style="list-style-type: none"> Beregnes ulikt i forhold til type selskap og posisjonering i verdikjeden Utleieaktøren benytter nåverdiregninger og en vektet modell; WACC for å beregne avkastningskrav Øvrige aktører benytter ulike kalkyler 	<ul style="list-style-type: none"> Antas å være prosjektavhengig Høyere for næring enn bolig Avhengig av aktørens posisjon i verdikjeden Utleie/ forvaltning antas å ha lavere avkastningskrav enn utviklere med formål å selge 	<ul style="list-style-type: none"> Oppfattes som lite sammenliknbart Benyttes om næringseiendom Usikre komponenter; Bør brukes kritisk

Figur 18 Samlet oppsummering av funn i analysedel 2

Gjennom arbeidet med dataanalysen har vi merket oss noen funn som påpekt i figur 17 over. Valg av modell for beregning av avkastningskrav avhenger av selskapets posisjonering i verdikjeden/ rolle i eiendomsbransjen. WACC, ser ikke ut til å benyttes av eiendomsutviklere. Det kan kanskje konkluderes med at WACC benyttes av aktører som har en portefølje av eiendommer med kontantstrøm. Når det gjelder fastsettelse av avkastningskrav hevder flertallet av eiendomsaktørene at dette er prosjektavhengig. Næring vil ha et høyere avkastningskrav enn bolig generelt sett. Videre avhenger

avkastningskravet av hvilken posisjon selskapet har i verdikjeden for eiendomsutvikling: Aktører innenfor utleie/ forvaltning av eiendom, antas å ha lavere avkastningskrav enn utviklere som har som formål å selge etter regulering eller ferdigstillelse.

Yield er et standardbegrep for avkastning når vi snakker om næringseiendom. Media er blitt mer og mer glad å bruke begrepet, og eiendomsaktørene uttrykker at det er et begrep som har kommet for å bli. Begrepet er et uttrykk for direkteavkastning, men inneholder usikre elementer som bl.a. eierkostnader fordi disse kan under- eller overvurderes. Begrepet må ikke brukes ukritisk. Flertallet av eiendomsaktørene presiserer at begrepet ikke er sammenliknbart, dvs. at det ikke er et sammenliknbart nøkkeltall mellom ulike næringseiendommer.

7.3 Oppsummering av funn i analysedel 3 Risiko

Risikohåndtering	Kritisk risikotyper, rangering/ tallfesting
<ul style="list-style-type: none">• Bruken av modeller for risikostyring varierer• Ut fra våre data er det en tendens at selskaper som opererer innenfor et sentralt byutviklingsområde benytter en enklere tilnærming enn selskaper som opererer i et større geografisk område• Risikostyringen kommer ikke bare til syne i konkrete modeller, men også gjennom ulike mekanismer i fasene i verdikjeden	<ul style="list-style-type: none">• Reguleringsrisikoen anses som mest kritisk, fordi den i stor grad er ukontrollerbar og tidkrevende• Markedsrisikoen rangeres som den "nest mest" kritiske risiko• Produksjonsrisikoen kan i stor grad kontrolleres gjennom valg og utarbeidelse av entreprisekontrakter

Figur 19 Samlet oppsummering av funn i analysedel 3

Figur 19 over viser oppsummering av funn om risiko. Aktører som opererer innad et byutviklingsområde, benytter en enklere tilnærming for risikohåndtering enn aktører som opererer i et større geografisk område. Risiko håndteres gjennom hele verdikjeden, gjennom ulike mekanismer og metoder. Vi kan f.eks. nevne mekanismer som bruk av totalentreprise for å redusere gjennomføringsrisiko, og avtaler ved kjøp av tomt som sikrer at utvikler betaler tomtebesitter i henhold til den endelige reguleringen.

Reguleringsrisikoen anses som den mest kritiske risikotypen, særlig i Oslo.

Reguleringsprosessen kan være tidkrevende og utfallet er tett knyttet opp mot

eiendommens potensielle verdiskapning. Markedsrisikoen rangeres som den "nest mest" kritiske risikoen, og henger sammen med finansieringsrisikoen. Produksjonsrisikoen kan i større grad enn de andre risikotypene kontrolleres, bl.a. gjennom valg og utarbeidelse av entreprisekontrakter.

7.4 Oppsummering av funn i analysedel 4 Momenter

Vi vil presentere aktuelle poeng under momentene fra analysedel 4:

1 Avkastning og eierstrategi

- Det er ingen heldig løsning å utarbeide et generelt avkastningskrav.
- HAV bør evalueres per prosjekt med tilhørende avkastningskrav.
- HAV bør evaluere betydningen av potensielle kjøperes egne tomtestrategier, da enkelte av aktørene vi har snakket med sier de ønsker å kjøpe tomter i Bjørvika med dagens reguleringsstatus (ikke detaljregulert).

2 Byutvikling

- HAV bør tydeliggjøre sin rolle, m.a.o. tydeliggjøre de tiltak selskapet vil arbeide konkret med for å sikre god byutvikling, f.eks. gjennom sine hjemmesider.
- HAV bør være oppmerksom på at selskapet i en viss grad utad oppfattes som en offentlig aktør, og at dette innebærer at interessenter kan hevde at selskapet har et særskilt ansvar når det gjelder byutvikling i Bjørvika-området.

3 Joint ventures (JV)

- HAV bør vurdere å inngå joint ventures med en komplementær partner.
- JV kan være en aktuell markedsstrategi, dersom HAV bestemmer seg for å posisjonere seg utover det å drive med detaljregulering i verdikjeden.

4 Makrobildet

- Fokus på tomteregulering og -salg vil gjøre HAV mindre utsatt for markedsrisiko, og vi vil anta det blir enklere å treffe riktig tidspunkt for salg i markedet.
- HAV bør uavhengig av posisjonering i verdikjeden, fokusere på å omstille sine aktiviteter etter konjunktursvingningene i markedet .

5 Medias makt

→ HAV bør gjennom proaktiv mediehåndtering fokusere på å påvirke dagens store medieinteresse.

→ HAV bør fortsette dagens kommunikasjonsstrategi om å ha et aktivt og bevisst forhold til pressen.

6 Politikkens rolle

→ HAV bør fortsette å overvåke det politiske bilde, avklare forventninger gjennom presis og riktig informasjon til politikere, og forsterke relasjonene til omgivelsene generelt sett.

7 Risikoprofil

→ Vi antar at risikonivået øker hvis HAV velger å ta steget videre ut i verdikjeden til å omfatte byggefasen og ikke vil være et tilfredsstillende nivå innenfor målet om å primært basere sin virksomhet på en lav risikoprofil.

→ HAV bør ved gjennomføring av en ev. byggefase, vurdere å benytte en utførelsesentreprise for å redusere produksjonsrisikoen. Samtidig sikrer en utførelsesentreprise en større innflytelse på resultatet, og dette anser vi som nødvendig for at HAV skal bidra til god byutvikling.

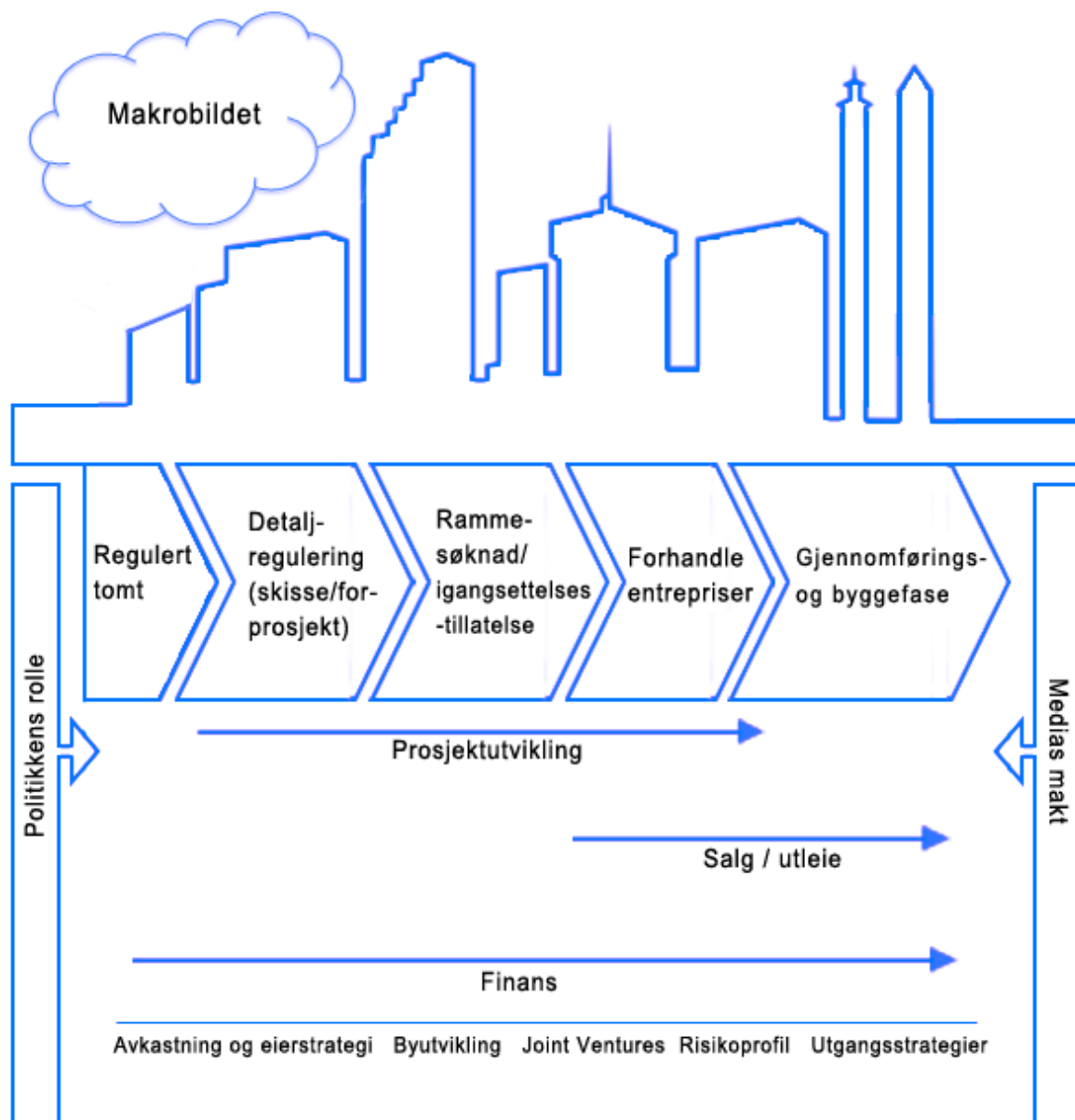
→ HAV bør ved gjennomføring av en ev. byggefase aktivt fokusere på forhåndssalg og – utleie.

8 Utgangsstrategier

→ HAV bør etablere utgangsstrategier for hver fase som er aktuell i verdikjeden.

→ Beslutningen om å gjennomføre aktiviteter i verdikjeden for eiendomsutvikling utover detaljregulering, bør vurderes opp mot selskapets mål om å primært basere sin virksomhet på en lav risikoprofil.

Vi vil avslutningsvis presentere vår konkluderende modell (se figur 20 under). Modellen viser fasene i en verdikjede for eiendomsutvikling tilpasset HAV som eiendomsutvikler i Bjørvika-området. Momentene vi har kartlagt under forrige avsnitt (7.4) er plassert i modellen. Makrobildet, medias makt og politikkers rolle er plassert utenfor, og er til en viss grad ikke-påvirkbare forhold. De andre momentene er plassert innenfor og er områder HAV kan styre og som bør følges opp kontinuerlig. Prosjektutvikling skjer i forskjellige faser, og arbeid med salg og utleie må skje på et tidlig tidspunkt. De tre høye skyskraperne, i henholdsvis reguleringsfasen og i gjennomførings- og byggefasen, representerer de største verdielementene i verdikjeden for eiendomsutvikling.



Figur 20 Konkluderende modell

7.5 Oppgavens styrker og svakheter

Vi vil først og fremst nevne at vi har skrevet denne utredningen som avslutning på siviløkonomutdanningen. Følgelig har eiendomsbransjen som helhet, i utgangspunktet vært et ukjent område for oss. Vi har etter best evne opparbeidet oss nødvendig kunnskap gjennom omfattende litteraturgjennomgang og innhenting av data gjennom intervjurunden. Dette har gjort prosessen høyst lærerik for vår del. Vi har opplevd det positivt å være to, da vi har våre styrker i ulike områder. Samarbeidet kan ærlig beskrives som godt og arbeidsomt.

Resultatet av denne utredningen vil ikke ende i konkrete anbefalinger til HAV om posisjonering i verdikjeden for eiendomsutvikling. Til dette er utredningen for snever. Vi vil også nevne at dette var ønskelig å komme i kontakt med en annen ren boligutvikler, i tillegg til Veidekke. Dette lot seg dessverre ikke gjøre. Opprinnelig ønsket vi å innhente interne prosjekt tall fra de aktuelle eiendomsselskapene, men dette viste seg å være vanskelig da informantene ikke ville oppgi interne nøkkeltall. Vi er fornøyde med å ha intervjuet personer høyt i organisasjonshierarkiet i alle de responderende eiendomsselskapene. De resultater vi har kommet frem til er ment å fokusere på ulike momenter som HAV løpende bør vurdere i beslutninger om posisjonering i verdikjeden for de enkelte prosjektene (tomtene) i Bjørvika-området. Dagens praksis er at selskapet fokuserer på detaljregulering som aktivitet i verdikjeden, men tomtene kan i utgangspunktet selges i alle faser av verdikjeden for eiendomsutvikling. Denne utredningen være aktuell for selskapets beslutningsprosess tilknyttet de ulike prosjektene (tomtene) som gjenstår for utvikling.

7.6 For videre forskning

Våre tanker omkring muligheter for videre forskning er i hovedsak todelt:

- (1) Videre forskning omkring verdikjedeanalyse for eiendomsutvikling generelt sett
- (2) Videre forskning omkring verdikjedeanalyse med fokus på avkastning og risiko for eiendomsutvikling i Bjørvika

Videre forskning kan fokusere på datainnsamling fra flere eiendomsaktører, både gjennom kvalitative og kvantitative forskningsdesign. Det er interessant for potensielle studier å skille ytterligere mellom næring og bolig som eiendoms kategorier: se på

likheter og forskjeller i disse to eiendomskategoriene, samt å gå nærmere inn på lønnsomhets- og risikoanalyser. Innenfor risiko kan det være aktuelt å fokusere på eiendomsportefølje, og ulike forhold knyttet til bruk av portefølje.

I denne utredningen har vi ikke drøftet usystematisk og systematisk risiko, noe som kan være et forslag til en fremtidig kombinasjonsoppgave innenfor økonomi og eiendomsutvikling. Mer konkret kan vi anbefale videre forskning å fokusere på en mer grundig analyse av avkastningskravene, bl.a. i forhold til usystematisk risiko.

Tilslutt vil vi nevne at det kan være interessant for fremtidig forskning å se om man kan høste av erfaringer fra tilsvarende byutviklingsprosjekter i utlandet.

8 Referanser

Askheim, O. G. A. & Grenness, T. (2008). *Kvalitative metoder for markedsføring og organisasjonsfag*. Oslo: Universitetsforl. 189 s.

BA.no. (2011). For få boliger i Norge. *Bergensavisen*. Tilgjengelig fra: <http://www.ba.no/forbruker/bolig/article5595736.ece> (lest 10.11.2011).

Barlindhaug, R. & Nordahl, B. (2005). *Markedsstyrt boligproduksjon i Oslo-regionen*. Byggforsk skriftserie, b. 9-2005. Oslo: Norges byggforskningsinstitutt. 173 s.

Birrell, G. & Bin, G. S. (1997). The UK property development process: its phases and their degree of importance to profitability. *Cutting Edge*.

Bjørvika Utvikling AS. *Velkommen til Bjørvika Utvikling*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://www.bjorvikautvikling.no/> (sist lest 09.12.2011).

Designhåndboken. (2004). Vedlegg til reguleringsplanen. Oslo: Eiendoms- og byfornyelsesetaten, Havnevesenet, Plan- og bygningsetaten, Statens vegvesen Region øst, Statsbygg og ROM Eiendomsutvikling AS/Oslo S Utvikling AS.

DNB.no. *Hva er yield innen eiendom?* Oslo. Tilgjengelig fra: <https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/investeringsprodukter/eiendomsinvesteringer/sos-eiendomsinvesteringer.html> (lest 19.9.2011).

e24.no. (2011, 28.6.2011). Malling & Co nærmer seg "drømmegrensen". Tilgjengelig fra: <http://e24.no/eiendom/malling-amp-co-naermer-seg-droemmegrensen/20073631> (lest 06.12.2011).

Eggen, R. (2011, 22.6.2011). Ny verdiøkning for næringseiendom. Tilgjengelig fra: <http://www.akershus-eiendom.no/artikler/artikler/article/ny-verdioekning-for-naeringseiendom/> (lest 03.12.2011).

Eiendomshuset Malling & Co. *Malling & Co*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://mallingsco.no/> (sist lest 07.12.2011).

Eiendomshuset Malling & Co AS. (2011). Årsregnskap for regnskapsåret 2010, Oslo.

Finanstilsynet. (2010). Verdsettelse av investeringseiendom. Oslo.

- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl. 184 s.
- Groth, M. & Holmlund, A. (2008). Vil politikerne stoppe dine byggeplaner? *Eiendomsutvikleren*, 1 (2. Utgave).
- Gundersen, N. A. (2009). Verdssettelse av næringseiendom. *Praktisk økonomi & finans*, 25 (2. Utgave).
- Hamilton, G. (1996). *Risk management 2000*. Lund: Studentlitteratur. 174 s.
- Haugrønning, B., Jensen, R. H., Medalen, T. & Wøhni, A. (2011). Planlegging, vern og utbygging - En introduksjon til plan og bygningsloven. Fritjof Salvesen (red.). Oslo. 83 s.
- HAV Eiendom AS. *Haveiendom.no*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://www.haveiendom.no/> (sist lest 07.12.2011).
- HegnarOnline. (2011, 31.8.2011). - Oslo Børs er depressivt priset. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/analyser/article648659.ece> (lest 05.12.2011).
- Hoff, K. G., Voldsund, T. & Hansen, S. K. (2007). *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforl. 382 s.
- Hoff, K. G. & Bragelien, I. (2009). *Strategisk økonomistyring*. Oslo: Universitetsforl. 496 s.
- Johannessen, A., Tufte, P. A. & Kristoffersen, L. (2010). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. Oslo: Abstrakt. 436 s.
- Johansen, L. E. (2009). Forretningsidé og fokus. I: Røsnes, A. E. & Kristoffersen, Ø. R. (red.) *Eiendomsutvikling i tidlig fase: erverv, stiftelse og utnyttelse av eiendom til bygging og byutvikling*, s. 228. Oslo: Senter for eiendomsfag, .
- Joys, C. (2010). Bypolitikk og gjennomføring. Tilgjengelig fra: [http://www.tekna.no/ikbViewer/Content/787800/\(08\)%20Christian%20Joys.pdf](http://www.tekna.no/ikbViewer/Content/787800/(08)%20Christian%20Joys.pdf) (lest 16.09.2011).
- Kaplan, S. & Garrick, J. B. (1981). On The Quantitative Definition of Risk. *Risk Analysis*, 1

- Kaplinsky, R. & Morris, M. (2001). A handbook for value chain research. Tilgjengelig fra: <http://www.globalvaluechains.org/docs/VchNov01.pdf> (lest 06.10.2011).
- Kolltveit, B. J. (2002). "Tidligfase i BA-prosjekter" : 27. juni 2002 : sluttrapport fra BONUS I-prosjektet. Trondheim: Norsk senter for prosjektledelse. 103 s.
- LNS.no. *Joint Venture*. Tilgjengelig fra: <http://www.lns.no/Samarbeidsformer/Joint-Venture> (lest 28.11.2011).
- Malling, M. A. (2005). Ikke la deg lure av yelden. Tilgjengelig fra: <http://mallingsco.no/nyhet/ikke-la-deg-lure-av-yelden-77.aspx> (lest 19.09.2011).
- Meel, B. (2009). Verdi- og risikovurdering av utviklingseiendom. I: Røsnes, A. E. & Kristoffersen, Ø. R. (red.) *Eiendomsutvikling i tidlig fase : erverv, stiftelse og utnyttelse av eiendom til bygging og byutvikling*, s. 228 s., ill. Oslo: Senter for eiendomsfag.
- Miles, M. E., Berens, G. & Weiss, M. A. (2000). *Real estate development: principles and process*. Washington, D.C.: Urban Land Institute. XVI, 578 s.
- Miller, R., Lessard, D. R. & Floricel, S. (2000). *The strategic management of large engineering projects : shaping institutions, risks, and governance*. Cambridge, Mass.: MIT Press. XIX, 237 s.
- NA24.no. (2010, 3.3.2010). *Nå er det billig og binde renten*. Oslo: Nettavisen. Tilgjengelig fra: <http://www.na24.no/article2848154.ece> (lest 29.11.2011).
- NHO.no. *Samfunnsansvar*: NHO. Tilgjengelig fra: <http://www.nho.no/samfunnsansvar/> (lest 30.11.2011).
- Nordahl, B. (2009). Reguleringsrisiko og risikoprofil. I: Røsnes, A. E. & Kristoffersen, Ø. R. (red.) *Eiendomsutvikling i tidlig fase : erverv, stiftelse og utnyttelse av eiendom til bygging og byutvikling*. Oslo: Senter for eiendomsfag. 228 s.
- Norwegian Property ASA. *norwegianproperty.no*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://www.norwegianproperty.no/> (sist lest 07.12.2011).
- Norwegian Property ASA. (2011). *Norwegian Property Årsrapport 2010*. Oslo.

- Oslo Kommune. (2000). *Fjordbyvedtaket*. Oslo: Kommunestyret. Tilgjengelig fra: <http://www.prosjekt-fjordbyen.oslo.kommune.no/historisk/article18835-5751.html> (lest 07.12.2011).
- Oslo Kommune. (2009). HAV Eiendom AS - eierstyring og selskapsledesle. Oslo: Kommunerevisjonen.
- Oslo Kommune. (2010). *Fjordbyen-Bjørvika*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://www.prosjekt-fjordbyen.oslo.kommune.no/delomrader/article18809-5743.html> (lest 02.11.2011).
- Oslo Kommune. (2011). *Alt klart for nytt Munch-museum*. Byrådet. Oslo.
- Oslo S Utvikling AS. *Velkommen til Oslo S Utvikling*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://osu.no/> (sist lest 07.12.2011).
- Oslo S Utvikling AS. (2011). Årsregnskap for regnskapsåret 2010. Oslo.
- Ot. prp. nr 22 (2004-2005). *Om lov om endringer i plan- og bygningsloven (utbyggingsavtaler)*. Oslo: Kommunal- og regionaldepartementet.
- Ot. prp. nr 90 (2001 2002). *Om lov om endring i lov av 8. juni 1984 nr. 51 om havner og farvann m.v. (havne- og farvannsloven)*. Oslo: Fiskeri- og kystdepartementet.
- Porter, M. E. (1992). *Konkurransefortrinn*. [Oslo]: Tano. 591 s.
- Reve, T., Lensberg, T. & Grønhaug, K. (1992). *Et konkurransedyktig Norge*. [Oslo]: Tano. 352 s.
- Riksantikvaren.no. (2011). *Innsigelse*: Riksantikvaren. Tilgjengelig fra: <http://www.riksantikvaren.no/Norsk/Aktuelt/Plansaker/?module=Articles;action=Article.publicShow;ID=125708> (lest 24.11.2011).
- Røsnes, A. E. (2009). Plansystemet. I: Røsnes, A. E. & Kristoffersen, Ø. R. (red.) *Eiendomsutvikling i tidlig fase : erverv, stiftelse og utnyttelse av eiendom til bygging og byutvikling*. Oslo: Senter for eiendomsfag.
- Røsnes, A. E. & Kristoffersen, Ø. R. (2009). *Eiendomsutvikling i tidlig fase : erverv, stiftelse og utnyttelse av eiendom til bygging og byutvikling*. Oslo: Senter for eiendomsfag. 228 s.

- Saltnes, D.-J. (2007, 18.05.2007). Vil bremse Bjørvika. *NE nyheter*.
- St. prp. nr 37 (1997-1998). *Om nytt operahus*. Kulturdepartementet. Oslo.
- Statistisk sentralbyrå. (2011). *Igangsatte boliger*: SSB. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/emner/10/09/bygg/index.html> (lest 07.11.2011).
- Stor-Oslo Eiendom. *Velkommen til Stor- Oslo Eiendom*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://www.soprosjekt.no/> (sist lest 07.12.2011).
- Stor-Oslo Prosjekt AS. (2011). Årsregnskap for regnskapsåret 2010. Oslo.
- T-1459 Grad av utnytting. (2007). *Grad av utnytting*. Miljøverndepartementet. Oslo.
- Taugbøl, G. & Bye, A.-L. (2003). *Tjuvholmen. Reguleringsforslag med tilhørende konsekvensutredning til offentlig ettersyn*. Plan- og bygningsetaten. Oslo.
- Thompson, A. A. & Strickland, A. J. (1992). *Strategy formulation and implementation : tasks of the general manager*. Homewood, Ill.: Irwin. XV, 448 s.
- Tjuvholmen KS. (2011). Årsregnskap for regnskapsåret 2010. Oslo.
- Torp, N. A. (2011, 13.11.2011). Vi har gjort nok ugagn nå. *Aftenposten*.
- Tvedt, O. R. (2009). Ulike entrepriserformer –kjennetegn –praksis –konsekvenser. Tilgjengelig fra: <http://www.arkitektur.no/?nid=181862&iid=228128&pid...1> (lest 24.11.2011).
- Vale, P. H. (2005). *Makroøkonomi*. Oslo: Abstrakt forl. 469 s.
- Veidekke Eiendom AS. *Hva gjør veidekke eiendom*. Oslo. Tilgjengelig fra: <http://www.veidekke.no/var-virksomhet/eiendom/Hva-gjor-veidekke-eiendom/> (lest 30.10.2011).
- Veidekke Eiendom AS. (2011). Årsregnskap for regnskapsåret 2010. Oslo.
- VG.no. (2011). Enige om å skrinlegge Lambda. Tilgjengelig fra: <http://www.vg.no/nyheter/innenriks/artikkel.php?artid=10015885> (lest 10.11.2011).

Østrem, V. H. (2011, 09.12.2011). - Skusler bort arven. *Aftenposten*.

Ånestad, M. (2011, 25.10.2011). Forberedt på eurokollaps. *Dagens Næringsliv*.

9.2 Vedlegg 2 Intervjuguiden

Før vi startet intervjuene presenterte vi oss selv og Handelshøgskolen ved UMB, før vi presenterte bakgrunn og forholdene for oppgaven (intervjuet), samt intervjuguiden.

Del 1: Faser i verdikjeden for eiendomsutvikling

- 1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres modell? Test av modellen.
- 2 Hvordan ser du på verdiskapningsmulighetene i fasene i verdikjeden?
- 3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i en verdikjedemodell. Hvor/ når tar dere beslutninger/ revurderinger om videre utvikling (utgangsstrategier)?
- 4 Hva er strategien bak ev. tomtekjøp? Kjøper dere uregulerte eller helst ferdig detaljregulerte tomter?

Del 2: Avkastning

- 5 Hvordan beregner dere avkastningskrav? Bruk av WACC som standardmodell?
- 6 Bruk av yield
- 7 Sett opp mot verdikjedemodellen, er det ulike krav knyttet til fasene i prosessen?
- 8 Benyttes det et fast eller generelt avkastningskrav for prosjektene? Tilpasses dette ev. type prosjekt/ segment (f.eks. bolig eller næring)?

Del 3: Risiko

- 9 Benytter dere en eller flere konkrete modeller for risikostyring, ev. håndtering?
- 10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: regulering, finansiering, marked og produksjon. Hvilket er mest kritisk? Er det prosjektavhengig?
- 11 Kan du rangere risikotypene?
- 12 Hvordan ser du på risiko i forhold til outsourcing av entreprisekontrakter?
- 13 Risiko i forhold til innhenting av leietakere?
- 14 Hvordan ser du på sammenhengen mellom avkastning og risiko i verdikjeden?
- 15 Bruk av joint ventures?

9.2 Vedlegg 3 Intervjuføretatene

* Når det gjelder intervjuene med Eiendomshuset Malling og Co AS og Veidekke Eiendom AS (Region Oslo) ble vi møtt av henholdsvis fire og to representanter fra selskapene. Vi finner det ikke nødvendig å navngi hvert sitat, men vil gjøre det i analysedelen dersom det synes relevant. Intervjuføretatene ble i første omgang renskrevet og sitert direkte ved hjelp av lydopptak, sendt informantene for godkjenning og slik de presenteres under er de i stor grad forkortet. Dette fordi intervjuene i gjennomsnitt varte en time, og første renskriving av intervjuene ble på 10-12 sider per intervju. Informantene uttrykte også at det var behov for å komprimere teksten og gjøre om intervjuene fra deres opprinnelige muntlige tale til et oppsummerende referat.

9.2.1 Intervju 1 Norwegian Property ASA

Dato: 11.10.2011

Tid og sted: 11.10 -12.00, Bryggegata 9

Tilstede: Olav Line (Administrerende direktør), Lill Andrea Aas og Stine Solem

Del 1 Faser i verdikjedemodellen for eiendomsutvikling

1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres? Test av modellen.

Når det gjelder verdikjede er det viktig å bestemme seg for hva man skal få til av økonomisk verdiskapning. Fokus på det man skal gjøre og utnytte mulighetene som foreligger. Skal man være langsiktig eier eller utvikler? Ved langsiktig eierskap vil man som regel utvikle annerledes og sånn sett er dette kanskje det største spørsmålet.

Eiendomsutvikling er egentlig finans. Det betyr at eieren som har kapitalen, må bestemme seg for hvordan kapitalen skal brukes: (1) i høyrisikofasen (utviklingsfasen) og få mest ut av den, (2) utvikle for å eie langsiktig og selge kort tid etter ferdigstillelse, (3) eller en mellomting: utvikle for så å selge. Som regel vil man få best betalt når man utvikler et ferdig produkt og får på plass lange leiekontrakter. Tradisjonelt sett er det vanskelig å selge bare tomt. Verdiskapningen øker jo lengre ut i verdikjeden man kommer.

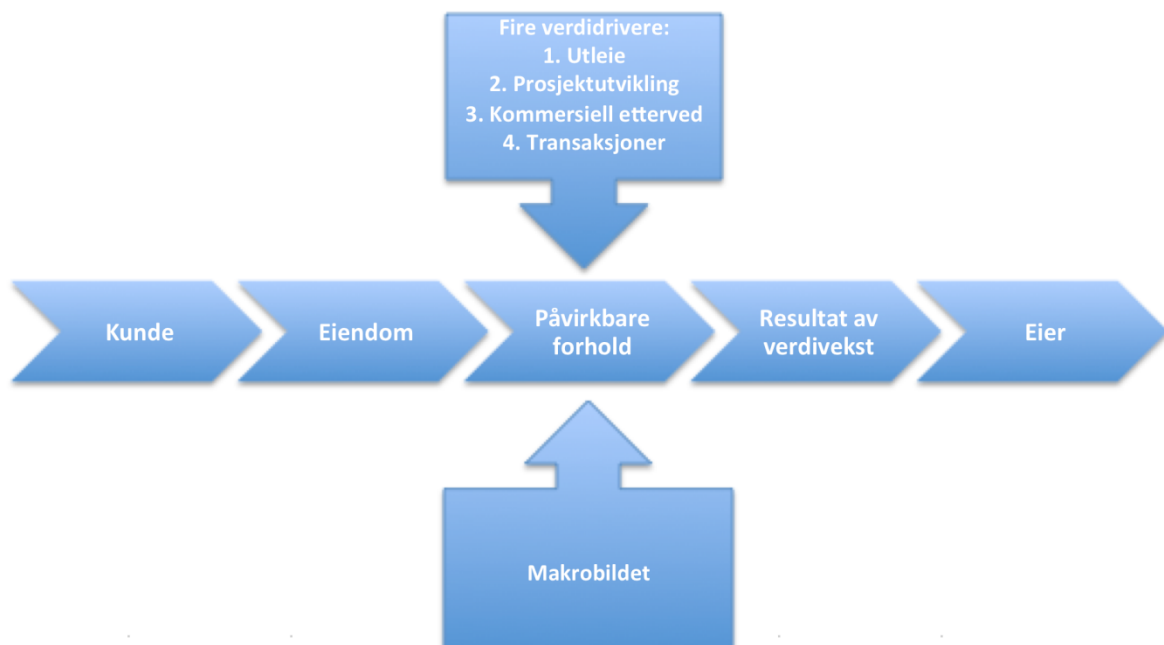
"Eget bruk"-alternativet: Forvirrende, bør ikke dele mellom eget bruk og utleie. Det er klokest å tenke likt uavhengig om man skal leie ut til seg eller andre. Fokuset på

verdiskapning skal være markedsbasert. Hvis man da velger å selge har man det optimale grunnlaget for å få ut hele verdien.

Alternativet "selge med eller uten drift": Dette er en nød løsning. Hvis du skal selge, hvorfor skal du ønske å sitte igjen med drift der du ikke har noen incentiver. I en operasjonell strategi er rene grensesnitt er det beste. Så får kjøperne drifte selv. De fleste sørger for egen drift, innkjøpt eller på egenhånd.

Hvordan ser deres verdikjede ut?

Vår verdikjede er bygget på at vi eier ting for evig, selv om vi ikke eier ting for evig. Verdikjeden er uavhengig om vi eier eller utvikler. Alt starter med kunden, deretter eiendommen, se skissert (NPRO) modell;



Det er to forhold: (1) Makrobildet, kan ikke styres. Backup-plan nødvendig når vi ikke kan påvirke, og (2) Det vi kan gjøre (påvirke), uttrykt i fire verdidrivere: utleie, prosjektutvikling, kommersiell FDV²⁰ og transaksjoner. Hvordan markedet ser ut nå har mye å si for valg av posisjonering i verdikjeden. Makrobildet påvirker mye, og beveger seg i sykluser. Det er den viktigste grunnforutsetningen.

Det som er problemet med utviklingsprosjekter er at man i lang tid låser fast mye kapital, og får lite eller ingen inntekter. Derfor har vi sagt at i NPRO bør forholdet mellom eiendom i drift og eiendom i utvikling ligge i området 90/10. Det viktigste ved

²⁰ FDV: Forvaltning, drift og vedlikehold

investering i en verdikjede er å skape bærekraft slik at man kan stå gjennom sykliske bevegeleser. Det som er viktig å tenke på når man lager verdikjeden, er hva som skjer når man må stoppe. Dette henger igjen sammen med hva man skal bygge, bolig og næring er to helt ulike segmenter.

2 Hvordan ser du på verdiskapningsmulighetene i fasene i verdikjeden?

Kontor er mer volatil. Det anslås 200 000 nye innbyggere i Oslo de neste 20 årene, og det bygges ikke på langt nær så mange boliger som er nødvendig for å håndtere det. I et langt perspektiv, uavhengig konjunkturer, vil det være etterspørsel etter boliger. Boliger vil kanskje være mer motstandsdyktige mot fluktasjoner om man ikke bygger så dyre boliger. Næring følger konjunkturen nesten slavisk. Det kan være verdikjeden er sånn at, for å skape balanse, bolig kan være en buffer man har.

3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i en verdikjedemodell.

Hvor/ når tar dere beslutninger/ revurderinger om videre utvikling (utgangsstrategier)?

Prøver å unngå at vi må snu for sent. Vi har visse krav til beslutningsprosessen:

1 Sikre byggekostnadene, dvs. enten å ha inngått en entreprisekontrakt, eller sikkerhet gjennom en god kalkyle. Valg av entrepriseform er konjunkturstyrt/styrt av etterspørselen i entreprenørmarkedet.

2 Forhåndssalg av boliger/ forhåndsutleie, ca. 60 prosent.

3 Kvalitativ analyse av risikoforhold: Slik at de siste 40 prosentene (refererer til andelen som ikke er forhåndssolgt eller utleid) ikke blir katastrofalt dårlige. Det er bl.a. derfor vi sier at i utviklingsfasen skal vi ha mye bedre betalt (høyere avkastningskrav). Vi må altså ha en høyere risikopremie for å gjennomføre et utviklingsprosjekt.

Avkastningskravet for et utviklingsprosjekt må ligge høyere enn avkastningskravet for eiendom som er i drift.

4 Hva er strategien bak eventuelle tomtekjøp? Kjøper dere uregulerte eller helst ferdige detaljregulerte tomter?

Kjøper både regulert og uregulert. Vi tror på clusterstrategi, vi tror at vi får mer ut av å eie eiendom i klynger. Et annet avgjørende kriterium er økonomi; det må være mulig å se et nokså enkelt regnestykke på at det blir lønnsomt, samt at gjennomføringsrisikoen ikke er for stor. Ved omreguleringsprosjekter, brukes det mye tid på å kartlegge

sannsynligheten for å få omregulering og hva sannsynligheten er for at få den utnyttelsen vi har lagt til grunn. Vi bruker ikke eiendomsportefølje som strategi. Kjøper som regel tomt der formålet er klart og godt definert, og gjerne i nærheten av de eiendommer vi allerede har, eller i områder vi ønsker oss inn i.

Del 2 Avkastning

5 Hvordan beregner dere avkastningskrav? WACC (avkastning på total kapital) som standardmodell? Valg av begrep og begrunnelse.

Ja, vi har standardmodell: Discounted Cash Flow analyse som jeg tror er ganske gjengs og vanlig.

6 Bruk av yield

Yield er ikke uten videre et helt entydig begrep og det kommer det aldri til å bli heller. Generelt definerer vi yield på en enkel måte: netto driftsresultat (brutto leie – eierkostnader) delt på verdi /eller kjøpesum. Yield kan være sammenliknbart, hvis man tar med leiekomponenten (er det over- eller underleier) og tiden frem til regulering. Har begge prosjektene markedsleie, er det sammenliknbart. Internt bruker vi en mer totalavkastningsvurdering.

7 Sett opp mot verdikjedemodellen, er det ulike krav knyttet til fasene i prosessen?

Det er ulike avkastningskrav til en eiendom med kontantstrøm og en tomt/ eiendom uten kontantstrøm. I utviklingsprosjektene legger vi på en premie på avkastningen sammenliknet med en eiendom i drift. I tillegg legges det en premie på korte kontrakter.

8 Har dere et fast eller generelt avkastningskrav for prosjektene? Tilpasses dette eventuelt type prosjekt (segment), f.eks. bolig eller næring?

Minimum 8,5 – 9 prosent totalavkastning. Det er viktig å ha et intervall, fordi risikopremie avhenger av kompleksitet, beliggenhet og vekstmuligheter.

Del 3 Risiko

9 Benytter dere en eller flere konkrete modeller for risikostyring, eventuelt håndtering?

Ja, vi har den finansielle premien vi legger til grunn for lønnsomhetsanalysen. I tillegg har vi et kvalitetssikringssystem i utviklingsavdelingen vår, som ivaretar risiko så godt det lar seg gjøre. Ved rapportering har vi kvalitetskrav, og *controlleroppgaven* er skilt ut

fra den ordinære driften, slik at man i prinsippet har egen økonomiavdeling for prosjektene.

10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko (prosjektstyring). Mest kritisk? Eventuelt prosjektavhengig?

Det er prosjektavhengig. Men det er to kritiske faser, reguleringsfasen og utbyggingsfasen.

11 Ev. rangering?

Egentlig ikke. De varierer og er prosjektavhengig, særlig reguleringsrisikoen.

Det er to risikotyper som er konjunkturavhengige: derav produksjonsrisiko, hvordan entreprenørmarkedet utvikler seg. Entreprenørmarkedet er også veldig volatil, avhengig av hvor mye boliger som bygges og hvor mye offentlige prosjekter som settes i gang. På kort tid har entreprisemarkedet vist seg å ha variert med ca. 30 prosent, noe som er dramatisk mye i et utviklingsbyggeprosjekt.

Finansieringsrisiko var for noen år siden ikke så stor, men er nå under den finansielle krisen i Europa veldig stor. F.eks. fikk nesten ingen eiendomsselskap lån for tre år siden etter Lehman-Brothers affæren. Dvs. at verdikjeden ikke er verdt noen ting.

Finansieringsrisiko har blitt et mer aktuelt emne, men det de fleste banker i dag signaliserer er at gode prosjekter med gode operative og finansielt sterke eiere, som regel får finansiert.

Markedsrisiko er som navnet tilsier konjunkturstyrt. Dette er spesielt krevende i utviklingsprosjekter, da man skal låse inntekter og kostnader langt frem i tid.

Det er makrobildet som er det viktigste av alt.

12 Hvordan ser du på risiko i forhold til outsourcing av entreprisekontrakter?

Det som kanskje er det viktigste er hvilke priser man får, det er både konjunktur- og prosjektavhengig. I gode konjunkturer er ofte prisen på totalentreprisekontrakter høy, det samme gjelder ofte i komplekse bebyggelser/ombygginger. Det er ulike svar og preferanser knyttet til dette området, men grunnlaget ligger i hvilken kompetanse man besitter.

13 Risiko i forhold til innhenting av leietakere?

-

14 Hvordan ser du på sammenhengen (prisingen) mellom avkastning og risiko i verdikjeden?

Ja, men kanskje ikke så lineært som man skulle tro. Kanskje også prosjekt- og konjunkturstyrt; Å bygge en industrihall på Kløfta, der bør risikoen være ganske lav (for byggekostnadene), mens å bygge et kompleks bygg i Bjørvika kan muligens være mye mer krevende. Men det er ikke alltid sammenheng mellom risikopremien og den faktiske risikoen. Det er altså sann at man *kan* få et mer lønnsomt prosjekt som utvikler ved å bygge noe enkelt ut på et jorde enn å bygge noe dyrt og flott i byen, mens man som langsiktig eier kan få motsatt situasjon.

15 Bruk av Joint Ventures

Vi har inntil i dag, ikke brukt det, men det er fordi vi har vært i en fase med å få NPRO tilbake "på sporet" igjen. Vi tror at det er en god ide, fordi det reduserer risiko og gir mulighet til å få med seg en partner som har noe vi ikke har. Det er mindre aktuelt å gå i en JV med en partner som er akkurat lik oss. Vi må ha noen som er komplementære. JV er fint både for å tiltrekke seg kompetanse og kapital, og for å redusere risiko.

9.2.2 Intervju 2 Tjuvholmen KS

Dato: 13.10.2011

Tid og sted: 16.00 – 17.00, Tjuvholmen allé 2.

Tilstede: Gunnar Bøyum (Administrerende direktør), Lill Andrea Aas og Stine Solem

Del 1 Faser i verdikjeden for eiendomsutvikling

1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres? Test av modellen.

Vi deler opp verdikjeden i risiko- og verdiskapningsfaser. Vi har en fase før prosjektutvikling, med plan og ide. Deretter kommer regulering, så prosjektutvikling igjen og så er det bygging. Vi har med et finans som eget element, fordi det kan ha en stor betydning i forhold til risikoelementet. Så er det salg i forskjellige sammenhenger, avhengig av om du gjør forvaltningen selv. Fasene i verdikjeden er tegnet identisk i størrelse, og det er de ikke. Du kan selge på alle disse tidspunktene utover i verdikjeden.

2 Hvordan ser du på verdiskapningsmulighetene i fasene i verdikjeden?

Litt stygt sagt er bygging det du tjener minst på. Den store verdiskapningen ligger i fasene ide/plan og regulering, og ikke minst i fleksibiliteten i reguleringen på hva du kan få til. Salg er en annen verdidriver, men det er mer timing.

Finans kan være det, ved at man kanskje på noen punkter får lavere margin i banken enn andre. Egenkapitalen er de dyreste pengene, banken skal kanskje ha 5 prosent i 10 år. Egenkapitalen skal kanskje ha 25 prosent, så den er dyr. Derfor er det viktig å ha hurtighet og fokus på egenkapitalen i større grad enn på fremmedkapitalen.

Tomteverdien på de fleste boliger og næringsbygg er på kanskje 15 prosent av totalverdien. Lite penger er bundet opp i tidlig fase i forhold til ved ferdigstillelse. Du kan få mer fart på pengene dine ved posisjonering omkring tomt, ide/plan og regulering. Da kan du gjøre mange prosjekter samtidig. Verdiskapningen skjer, men likevel ikke alltid du får betalt tilsvarende. Det er mye raskere penger i den initiale fasen. Det er ikke alltid det lønner seg å gjennomføre hele byggeperioden. For det første har du markedsrisikoen, så kommer det kanskje overskridelser på bygg, kundenes krav osv.

3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i en verdikjedemodell.

Hvor/ når tar dere beslutninger/ revurderinger om videre utvikling (utgangsstrategier)?

Det er under prosjektutviklingen du har den største delen av verdiskapningen. Den kan gå litt ned under byggingen, fordi byggekostnadene kan å bli høyere enn antatt. Videre er salg avhengig av timingen. Om vi bestemmer oss for å selge før eller etter bygging, er delvis markedsbestemt. Det viktigste er kanskje hvor mye finansielle ressurser du har til rådighet og hvor mye har du råd til å sitte med selv. Det er stort sett penger å tjene hele veien. Relativt sett så er det god timing her (peker på salg) og godt håndverk her (peker på ide/plan og regulering) det du tjener mest på.

Vurderer dere dette kontinuerlig?

Ja. Så er det eiermessig preferanser. Våre to eiere har sagt at de ønsker å sitte igjen med noen bygg når vi har gjort Tjuvholmen. De mener det er en god langsiktig investering, selv om vi kunne det til gode priser og med høy margin i dagens marked.

4 Hva er strategien bak eventuelle tomtekjøp? Kjøper dere uregulerte eller helst ferdige detaljregulerte tomter?

Om vi skulle gjort andre prosjekter, så ville vi prioritert å kanskje kjøpe uregulert. Fordi det ligger en høy avkastning i å gjøre regulering selv. Det å kjøpe en tomt er billigere enn det å kjøpe et bygg, og reguleringstilkost skal du ha betalt for. Så verdien av en tomt øker med en god regulering. Det jeg mener gir den aller beste reguleringen er fleksibilitet, slik at du kan tilpasse hva du bygger noe etter markedet. Her (Tjuvholmen) hadde vi f.eks ganske stor fleksibilitet i forhold til hvor mye næring det skulle være i forhold til bolig. Vi utnyttet næring fullt ut fordi det markedet var mye bedre enn ført antatt.

Del 2 Avkastning

5 Hvordan beregner dere avkastningskrav? WACC, som standardmodell?

Vi bruker ingen avanserte modeller. Vi regner ut avkastning på total kapital totalt for perioden og pr år og tilsvarende for egenkapitalen. Avkastning regnes før og etter skatt. For usolgte bygg bruker vi anslått markedsverdi (verdivurdering fra megler) for på den måten regne ut verdiskapning (resultat), da vi der ikke har noen bokført salgsresultat. I beregning av egenkapitalsrentabilitet (EK) beregnes bundet EK i prosjektet. Garantier medregnes ikke, selv om disse strengt tatt "binder" EK.

6 Bruk av Yield

Vi definerer det som brutto leieinntekter minus eiers egne kostnader. Det gir nettoleie. Nettoleie dividert på verdien, gir avkastningen. Yield er avkastning på norsk. Det er blitt et begrep som markedet bruker om hva næringseiendom selges for, og det gir et signal på om ting går opp eller ned. Ved bolig bruker man ikke yield, men kvadratmeterpris eller stykkpris.

7 Sett opp mot verdikjedemodellen, er det ulike krav knyttet til fasene i prosessen?

Det skifter litt avhengig av konjunkturer. Bolig skiller seg fra næring ved at du må betale brutto kvadratmeter til entreprenøren. Men når du selger en bolig får du stort sett bare betalt for 80 prosent av arealet. Ved boligareal skal du fjerne korridorer, trapper o.l. Men det koster fortsatt 100 prosent av arealet å bygge. Et annet forhold er MVA, det kan du trekke fra hvis du bygger et næringsbygg og leier ut til MVA-pliktig virksomhet. Bolig er MVA-fritt. Vi må betale MVA til entreprenøren, men får ikke fradrag. Ofte kan det bety 20 prosent pluss 25 prosent, altså 45 prosent, som blir ganske mye. Hvis du hadde solgt

et næringsbygg med MVA-pliktig leietaker til 50 000 kr, sammenliknet med en bolig, måtte du kanskje hatt 72 000 kr for boligen.

8 Har dere et fast eller generelt avkastningskrav for prosjektene? Tilpasses dette eventuelt type prosjekt/ segment (f.eks. bolig eller næring)?

Nei, vi har to mål. Det ene er avkastning på egenkapitalen, og det andre er å se på margin på totalkapitalen. Hvis du f.eks. bygger for 50 000 kr, hvor mye burde du få for å få en fornuftig margin på pengene? Du har eksponert deg for 50 000 kr, men ikke brukt 50 000 kr i egenkapital. Noen bruker *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* og det er en modell ut fra hva fremmedkapitalen koster og hva du har som avkastningskrav, en vektet modell. Og det er kurant hvis du har en stor portefølje, da kan det være interessant å sammenlikne.

Jeg vet ikke om det er lett å måle suksess på et avkastningskrav, og særlig hvis det er et offentlig selskap som bør ha ansvar for byutvikling. Hvordan skal denne byen se ut? Det er viktig, fordi det man skaper i Bjørvika og på Tjuvholmen nå på mange måter er byrommet de neste hundre årene. Arbeidet som utføres nå, blir stående lenge. Eiendom er tross alt en beholdningsvare. Derfor har du et ansvar for at ting gjøres med kvalitet, og det kan du ikke putte inn i et regneark. Selskaper som Entra, HAV Eiendom, Kommunens Omsorgsbygg og Undervisningsbygg osv. har et særskilt ansvar.

Del 3 Risiko

9 Benytter dere en eller flere konkrete modeller for risikostyring, eventuelt risikohåndtering?

Hovedprinsippet for vår risikostyring er at vi spiser ikke mer kake enn vi orker å fordøye av gangen, dvs. at vi ser på hva vi har av tilgjengelig kapital; egenkapital og fremmedkapital, slik at vi ikke drar i gang et prosjekt som ikke vi kan tåle finansielt og ta risiko på. Vi tar mellom 600 mill - 1000 mill i risiko av gangen, setter ikke i gang ti bygg samtidig. Det er ikke mer avansert. Gjør det enkelt. Ikke lag en kjempe regnemodell på det, da regner du deg bare bort.

10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko (prosjektstyring). Hvem av disse vil du anse som mest kritisk? Prosjektavhengig?

11 Ev. rangering?

Det mest kritiske er regulering, fordi den er politisk avhengig. Etter det kommer markedsrisiko. Når det var finanskrisen i 2008 stoppet boligsalget vårt opp. Heldigvis hadde vi solgt veldig mye i begynnelsen, slik at vi hadde nok å produsere gjennom finanskrisen. Byggingen kan du ta totalentreprise på, så vet du hva det vil koste. Men markedsrisiko kan aldri selges. Mange drar i gang lange prosjekter med kortsiktig finansiering, da tar de risiko på finansiering.

12 Hvordan ser du risiko i forhold til outsourcing av entrepriskontrakter?

Entrepriserisikoen bør ikke være så stor, fordi du alltid kan la være å bygge. Eller velge andre byggeformer. Entrepriserisikoen kan på mange måter elimineres. Du kan også sitte over en høykonjunktur å vente på det blir billigere.

13 Risiko i forhold til innhenting av leietakere?

Som en del av markedsrisikoen, og på næringsbygg er det kanskje den største risikoen . Når du har leid ut så vet du stort sett at det finnes et marked for å selge. Et tomt bygg har en helt annen prislapp enn et bygg med solide leietakere. Bolig har en fordel, den kan du selge, men du kan også leie ut hvis du ikke får solgt, i hvert fall i sentrale strøk. Du kan tape på bolig hvis du har veldig høy produksjonskost og ingen vil kjøpe, men med god beliggenhet så får de fleste landet på beina på en eller annen måte.

14 Hvordan ser du på sammenhengen mellom risiko og avkastning i verdikjeden?

Det burde jo være sånn per definisjon, men det er ikke alltid sånn. Eiendom er en beholdningsvare. Hvis du bygger et kontorbygg på 20 000 kvm i et dårlig marked og det tar deg et halvt år til å få leid det ut, er bygget fortsatt der.

15 Bruk av Joint Ventures?

Dette er på mange måter et slags JV, fordi det er to eiere; Selvaag Gruppen og Aspelin Ramm som hver for seg er store eiendomsaktører. Det er som i et ekteskap, hvis det skal være bra tror jeg man må utfylle og utfordre hverandre. Jeg tror mange JV er satt sammen skjevt, fordi den ene kanskje har kompetanse som den andre ikke har. Skal du skape noe som er bra, tror jeg begge parter må ha kompetanse. Jeg tror det beste for JV er mest mulig likeverdighet. Det betyr at begge parter også kanskje har den samme *core*

business. Det jeg tror er styrken vår er at begge eierne driver med eiendom og eiendomsutvikling. De er også begge familieeid, derav samme beslutningsvei.

9.2.3 Intervju 3 Eiendomshuset Malling & Co

Dato: 19. Oktober 2011

Tid og sted: kl. 11.30, Dronning Mauds gate 10, Vika

Tilstede: Peter T. Malling Jr., Lars Lund, Haakon Ødegaard, Henrik Wolf Meedom
Stine Solem og Lill Andrea Aas

* Intervjuguiden er noe endret fra opprinnelig guide, da Malling & Co er en rådgivende aktør/ Eiendomshus og derav ikke direkte eiendomsutvikler. Spørsmål 7, 8, 11, 12 og 13 ble ikke stilt under dette intervjuet.

Del 1 Faser i verdikjeden for eiendomsutvikling

1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres? Test av modellen.

Vi har prøvd å eksemplifisere hvor vi mener verdiskapningen skjer i de ulike prosesselementene, i en verdikjedemodell. Tallene i modellen er generiske, så størrelsene er ikke reelle. Det som avviker fra deres modell er salgselementet, i næringseiendom kan det også være utleie.

2 Hvordan ser dere på verdiskapningsmulighetene i fasene i verdikjeden?

Det skjer en verdiskapning når det foreligger en regulering som sier hvor mye som kan bygges. En risikofaktor blir avklart, motstykket blir en økt verdi. Derfor mener vi at reguleringsdelen og salgsdelen er de to største verdielementene. Hvor mye verdiskapning som skjer i hvert steg, er prosjektavhengig. Utleierisikoen er f.eks. mindre i sentrumskjernen enn på et mer usentralt sted. Det er ikke noe tvil om at når det gjelder tomtene der nede (Bjørvika), vil enhver utbygger se et stort potensial. Og det gjør kanskje at alle risikotrikkene blir noe lavere. Størrelsen på søylene i verdikjeden vil være avhengig av beliggenhet. Prosessen vil være lik, men verdiskapningen i de ulike fasene vil være prosjektavhengig.

3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i en verdikjedemodell.

Hvor/ når tar dere beslutninger/ revurderinger om videre utvikling (utgangsstrategier)?

Det er ingen tvil om at prosjektene selges i ulike faser. Spesielt innenfor bolig er det noen som er spesialister på elementene frem til rammetillatelse. Så er det andre som overtar, som er spesialister på bygging, og fullfører prosjektet. Om en utvikler er tjent med til enhver tid å gå prosessen helt ut, kommer an på om han har et konkurransefortrinn i de ulike delprosessene. Hvis man er ekspert i regulering og rammetillatelse, og får maksimert utbyggingspotensial, skapes mye av verdiene i reguleringen. De færreste er eksperter i alle prosessene. Har man *in-house* kompetanse i organisasjonen for å håndtere de ulike prosessene så er risikoen mindre.

Mener dere at den beslutningen, om videre utvikling, tas på forhånd? Ikke underveis?

Man kan ta avgjørelsen underveis, men den bør tas tidlig. Man bør ha nærmest strategisk tatt det valget tidlig om man skal drive helt ut. Det også avhengig av markedet, fordi det er lange prosesser. En avgjørelse kan tas på bakgrunn av hva man antar kommer til å skje. Men så kommer det en finanskrisen eller noe annet, så må avgjørelsen endres. Organisasjonsmessig bør man vite at man har den nødvendige kompetansen for hele verdikjeden. Det blir sent å vurdere de ulike risikomomenter når man kommer langt ut, da kan man miste momenter i forhold til markedet. Overordnet er det mye spesialisering. Det er få som driver med alt fra A til Å.

4 Vil dere si det er mest lønnsomt å kjøpe tomter regulert eller uregulert?

Potensielt er det mest lønnsomt å kjøpe uregulerte tomter. Lykkes man med å kjøpe en uregulert tomt og få den regulert til ønskelig formål og med et godt volum, er det skapt mye verdier i reguleringsprosessen.

Del 2 Avkastning

5 Har dere noen tanker om hva som blir benyttet som avkastningskrav? Og hvordan dette beregnes?

Når det gjelder byggelån til utviklere, primært innenfor bolig brukes det mer en kalkyletilnærming. Det skal være en tilfredsstillende profittbuffer fra kost av tomt og byggekost opp til teoretisk salgskost.

6 Bruk av Yield? Hvordan definerer dere det?

Yield er i den enkleste formulering realavkastning. Begrepet yield blir bare gyldig hvis det er en relativt lang kontantstrøm, som er kjent på forhånd. Hvis den er ukjent så blir

det vanskelig å estimere den. Det er et veldig misbrukt begrep. Det er umulig å kjøpe en eiendom hvor man vet hva som skjer langt frem i tid. Det er mange usikre elementer; heisen ryker, leietakere går konkurs eller liknende. Man kan kanskje se hva som skjer ett år frem i tid, men året etter vet man ingenting om, og da blir det meningsløst å bruke begrepet.

Del 3 Risiko

9 Benyttes det konkrete modeller for risikostyring, ev. risikohåndtering?

Det brukes mye tunge regneark hvor vi setter opp kontantstrømodeller og simulerer ulike scenarioer i regnearket. Stresstesting av regneark.

10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko (prosjektstyring). Hvem av disse vil dere anse som mest kritisk? Prosjektavhengig?

Reguleringsrisikoen er man ikke herre over, der er man avhengig av plan- og bygningsetaten. I den grad det er usikkerhet rundt hvor mye man kan få utnyttet på tomten benytter man mekanismer rundt dette i kjøpekontrakten. Kjøpesummen kan f.eks. reduseres om man ikke får bygd så mye som først antatt. Det er ikke uvanlig å gjøre.

Hva med finansieringsrisiko?

Ved kjøp tar man gjerne et forbehold om tilfredsstillende finansiering. Det er en faktor man er rimelig sikker på når man går inn for å kjøpe noe. Utvikler har gjerne en dialog med banken, og vet ca. Hvilken rente han får. Så finansieringsrisikoen er ikke veldig stor. I et langt prosjekt hvor man kan få behov for å refinansiere underveis, kan det oppstå problemer. I en byggeprosess vil det være krav fra banken om at markedsrisikoen er redusert gjennom forhåndssalg eller utleie. 50 - 60 prosent bør være forhåndsolgt/utleid for at banken skal gi 100 prosent av finansieringsbehovet til byggingen. De fleste utviklere kjøper tomten før de begynner å avdekke med banken hvorvidt de får byggelån. Derfor kan det være en potensiell finansieringsrisiko på et enkelt tomtekjøp.

Vil dere plukke ut en type risiko som dere helt overordnet anser som mest kritisk?

De henger mye i hverandre. Men først og fremst regulering, og deretter marked. Marked løser resten, vet du at får solgt en leilighet for 100 000 kr og det koster 60 000 kr å

bygge, får du finansiering. En eiendomsbesitter som HAV trenger heller ikke forhaste seg inn i et dårlig marked. Her har man en god mulighet til å utvikle dette i takt med markedet. Det handler mye om *timing*, å treffe når markedet er bra.

14 Hvordan ser dere på sammenhengen mellom risiko og avkastning i verdikjeden?

Teoretisk skal det være en sammenheng, men det er ikke alltid det. Risiko er vanskelig å måle. Eiendomsmarkedet er ikke alltid gjennomsluktig i forhold til informasjon. I reguleringsfasen kan det ligge mye politisk risiko som kan være vanskelig å kvantifisere. Verdipotensialet henger sammen med risiko, men sammenhengen er ikke matematisk.

15 Bruk av Joint Ventures, blir det mye brukt?

Det blir brukt en del. Hvis likeverdige partnere som kommer inn med kapital, er det greit. Men ofte er det en som kommer med kapital og en som kommer med kompetanse. Man må nok ha komplementære kompetanse. Så ikke begge er like, da kan det bli mye meninger og diskusjoner.

9.2.4 Intervju 4 Stor-Oslo Prosjekt AS

Dato: 19.10.2011

Tid og sted: 14.00 – 15.00, Biskop Gunnerusgate 14 A, 24. etasje i Posthuset.

Tilstede: Arne Brovold (Daglig leder og partner), Lill Andrea Aas og Stine Solem

Vi er i utgangspunktet et prosjektlederselskap som for ti år siden startet sammen med Entra Eiendom, som er Statens kommersielle kontoraktør. Vi har etter hvert utviklet oss til å bli en selvstendig aktør hvor vi også kjøper tomt, og inviterer også andre investorer inn på eiersiden hvis det er nødvendig (samarbeidspartnere). Primært ønsker vi å være deleier i våre prosjekter med 10-20 prosent eierandel.

Del 1 Faser i verdikjeden for eiendomsutvikling

1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres? Test av modellen.

Prosjektutvikling skjer i forskjellige faser. Salgsalternativer i alle faser er riktig. Ved salg etter rammetillatelse har du tatt ut det meste av potensialet i tomten og gjennomføringsrisikoen gjenstår. Vi ønsker å komme inn før regulering, slik at vi kan prege utviklingen/reguleringen. For øvrig er fasene lite kostnadskrevende før bygge- og gjennomføringsfasen.

Generelt sett bør prosjektutvikling splittes utover i flere faser: (1) vurdering rundt tomteanskaffelse (utnyttelses- og konseptstudie) og (2) etter tomtekjøp: ny vurdering og utvikling før regulering. Vi snakker om to nivåer av regulering: flateregulering som kommunen har ansvar for, og detaljreguleringen (gamle bebyggelsesplannivå) som utvikler står for. Etter tomteregulering (på flatnivå), skjer mesteparten av prosjektutvikling i form av detaljregulering og en rammesøknad.

2 Hvordan ser du på verdiskapningsmulighetene i fasene i verdikjeden?

Den er før regulering. Ved en omregulering vil f.eks. et tidligere lagerområde til et boligområde, virkelig kunne gi verdiøkning på tomten (avhengig av beliggenhet). Utgangspunktet vårt er at prosjektene skal selges, eksternt eller internt til f.eks. et utleieselskap.

3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i en verdikjedemodell. Hvor/ når tar dere beslutninger/ revurderinger om videre utvikling (utgangsstrategier)?

I teorien, etter vi har fått regulert/ omregulert, er det naturlig å vurdere hver enkelt milepæl i fremdriftsplanen vi har utarbeidet for prosjektet. Spørsmål å vurdere: Går vi videre eller selger vi? Ev. kan vi teste markedet og er det ikke respons, går vi videre. Er det andre som kan gjennomføre bedre oss (etter rammetillatelse)? Hva får vi ut av prosjektet på det tidspunktet kontra den gjennomføringsrisikoen som foreligger? Ved et boligprosjekt har vi både salgs- og kostnadsrisiko. Kostnadsrisiko er stor i et gjennomføringsprosjekt, uansett hvordan kontraktstype du benytter. Det som kan inntjenes på å gjennomføre fullt ut kan du selvfølgelig også risikere å miste. Vi lager et underlag for hver fase til styret, for styrebehandling. Der presenteres ulike alternativer, som omhandler både kostnads- og inntektssiden i prosjektet. Basert på dette vil styret vurdere videre prosess, vurderes ev. salg.

Hvis dere gjennomfører bygg og ferdigstillelse selv, ønsker dere å selge med eller uten drifts- og vedlikeholdsansvar da?

Utgangspunktet er at det skal selges, eksternt eller til internt selskap. Kjøper overtar drifts- og vedlikeholdsansvaret.

4 Hva er strategien bak eventuelle tomtekjøp? Kjøper dere uregulerte eller helst detaljregulerte tomter?

Vi kjøper begge deler. Det er viktig å være godt kjent med overordnede planer (kommuneplaner) i de kommunene man opererer i, for å vite hvilke handlingsrom man har. Signaler, bygger i stor grad på offentlig tilgjengelig informasjon (alt i fra behandling i planutvalg og kommunestyre rundt omkring, f.eks. enkeltsaker). Bl.a. er det viktig å kjenne til hvilke ressurser den aktuelle kommunen innehar i forhold til planberedskap og i hvilken grad de er à jour med arealplanene sine. Samtidig er det viktig å tørre å utfordre myndighetene på en omregulering.

Del 2 Avkastning

5 Hvordan beregner dere avkastningskrav? WACC, som standardmodell?

I forhold til eksterne investorer er det avkastning på innskutt egenkapital, som de ser på. På prosjektsiden hos oss har vi to modeller, bolig og næring (regnes litt forskjellig). Hvordan vi har finansiert prosjektene er i utgangspunktet litt uinteressant i prosjektsammenheng. Benytter en enkel kalkyle med inntekts- og kostnadsside som gir et prosjektresultat. Er denne tilfredsstillende, søkes både intern og ekstern egenkapital til prosjektet, samt søker finansinstitusjonen på det resterende finansieringsbehovet.

6 Bruk av Yield

Brukes i hovedsak ved kjøp/salg av prosjekter med en kontraktsfestet kontantstrøm. Yield er avkastningskravet til en kontantstrøm (leieinntekter). Beregning: Årlig leie (korrigerer for liten eierkostnad), så tar du yielden/ avkastningskravet som gir en verdi på eiendommen. Brukes av alle aktører i omsetning av denne type eiendom (næring).

7 Sett opp mot verdikjedemodellen, er det ulike krav knyttet til fasene i prosessen?

-

8 Har dere et fast eller generelt avkastningskrav for prosjektene? Tilpasses dette eventuelt type prosjekt/ segment (f.eks. bolig eller næring)?

Nei, avkastningskravet fra investorene våre, om vi bare går på de, er stort sett det samme uavhengig av prosjekt. Imidlertid vil et boligprosjekt ta lenger tid og derfor gi lavere avkastning, generelt sett. Investorene ønsker rundt 14 – 20 prosent i årlig avkastning på egenkapitalen, men det varierer.

Del 3 Risiko

9 Benytter dere en eller flere konkrete modeller for risikostyring, eventuelt risikohåndtering?

Ja, på prosjekt- og gjennomføringsdelen. På vurderings-/overordnet nivå, er det mer rettet mot alternativer. En rev har bestandig mange utganger fra revehiet sitt, og vi må presentere et case såpass robust at vi har flere utganger. Det er en form for risiko-reduksjon. Ved regulering regner vi f.eks. forskjellige caser på worse, best og base. Ut fra dette lager vi en simuleringsmodell for å vise hvor sårbart caset er.

10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko (prosjektstyring). Hvem av disse vil du anse som mest kritisk? Prosjektavhengig?

11 Ev. rangering?

I Oslo er særlig reguleringsrisikoen kritisk: tidkrevende, kompleks og vanskelig prosess. I denne fasen er det ofte tomteselger som blør dersom reguleringsfasen tar tid, og kontraktene er ofte prisfaste med et tidslement.

Reguleringsrisiko: kommuneavhengig, noen kommuner er veldig frempå og er à jour med planverket sitt, og er derfor forutsigbare/ utviklingsorientert. Dette vil redusere risikoen noe. Generelt er reguleringsrisikoen stor, samtidig som du i denne fasen ikke har pådratt deg store kostnader.

Finansieringsrisiko: (a) Må finansiere egenkapital (investorsiden), liten risiko og (b) byggelånsrisiko som henger sammen med egenkapitalraten og prosjektet, hvor vi opplever at bankene gir gass eller brems. Likevel ønsker vi at bankene er litt mer konjunkturutjevne, og ikke konjunkturforsterkende. Finansieringsrisiko er konjunkturavhengig.

Produksjonsrisiko, eller gjennomføringsrisiko er forholdsvis stor. Mange faktorer som kan spille inn. Vi har ofte valgt å forsikre oss mot en del av disse. Kostnadsrisikoen kan i prinsippet reduseres ved å bruke ulike entreprisemodeller. Risikoen i gjennomføringsfasen blir betydelig redusert når du er ferdig med grunnarbeidet.

Viktig å ha fokus på den risikoen som er i de ulike fasene, og å få redusert de. Risiko er det vi håndterer hele tiden, og ulike typer risiko slår inn i forskjellige faser. Risikotypene er vanskelig å rangere.

12 Hvordan ser du på risiko i forhold til outsourcing av entreprisekontrakter?

I utgangspunktet er det stor risiko i forhold til entreprisekontrakter. Ved å gjøre en god jobb med å beskrive underlagene til en kontrakt og skriver en totalentreprise, og du ikke gjør endringer, skal du i utgangspunktet ha god kontroll. Derimot, om kontrakten skrives på et tidlig tidspunkt når leietakere ikke er på plass, endringer må gjøres, så kan du få problemer. Den største risikoen har du i gjennomføringsdelen om du velger en "byggherrestyrt" modell, hvor du har ansvar for all budsjettering. Vi velger, som oftest totalentreprise eller samarbeidsentreprise som er bygd på totalentreprisestandarden med tak, hvor vi deler over og under i forskjellige brøker avhengig av prosjektet.

13 Risiko i forhold til innhenting av leietakere?

70 prosent bør være forhåndsutleid/solgt på bolig, og ofte på næring også. Like viktig er det at det er substans på kontraktene med kundene. Fokus på salgstakt og gjerne mot sluttbruker er viktig når det kommer til bolig.

14 Hvordan ser du på sammenhengen mellom risiko og avkastning i verdikjeden?

Avhengig av type risiko. Nedsiden kan være stor om markedsrisikoen i et prosjekt er dominerende. For å oppnå avkastning må du ta risiko.

15 Bruk av Joint Ventures?

Vi samarbeider bl.a. med:

- Entreprenører, en form for risikoreduksjon. I tider hvor markedet er godt for entreprenører er det også lurt å ha et samarbeid med en entreprenør, for å sikre produksjonskapasitet. Gir ikke nødvendigvis beste pris, men sikrer gjennomføring.
- Andre eiendomsselskap. F.eks. om et prosjekt er for stort for et selskap å gjennomføre med sin kompetanse alene.
- Investorsiden: Faste samarbeidspartnere som vi går til først, deretter presentere vi til andre investorselskaper som sitter på investorbasen.

9.2.5 Intervju 5 Oslo S Utvikling (OSU) AS

Dato: 20.10.2011

Tid og sted: 14.00 – 15.00, Dronning Eufemias gate 8

Tilstede: Thor E. Thoeneie (Vise adm. direktør / Direktør marked og forretningsutvikling), Lill Andrea Aas og Stine Solem

Del 1 Faser i verdikjede for eiendomsutvikling

1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres? Test av modellen.

Eiendom kan grovt sett deles inn i fire kategorier:

- 1 Kulturbygg/offentlig subsidiert eiendom utgjør ca. 10 prosent. Det er en av de fire grunnpilarene som må til for å få til en god bydel.
- 2 Bolig, selges stort sett til en "uprofesjonell kjøper".
- 3 Handel, er sammen med kultur viktig for å skape liv på gateplan.
- 4 Kontor, som vi per i dag har størst fokus på.

En verdikjedes oppbygging og innhold vil kunne variere mellom disse kategoriene.

Verdikjeden justeres om man går fra å drive med næringseiendom til boligeiendom

Sjeldent settes bygging av et stort kontorbygg i gang uten å ha leietaker. Således kommer utleie inn i en tidlig fase. Man må ofte regulere eller omregulere/detaljregulere først, deretter prosjektere. Arbeidet med utleie- og/eller salg skjer parallelt med reguleringsarbeid og prosjektutvikling. Deretter kommer bygge- og ferdigstillingsfasen og avslutningsvis drifts- og forvaltningsfasen. Når det gjelder næring plasseres utleie/salg seg helt i begynnelsen, og ikke i slutten av verdikjeden. Vi opererer hele tiden på at det er to parter involvert; en utbygger og en kjøper/leiertaker. Når det gjelder bygging til eget bruk er utleie og salg lite relevant i verdikjeden. I den grad man bygger til eller for andre, har utleie-/salgsaktiviteten vært inne tidlig i prosessen. Og selv om fasene står etter hverandre i verdikjedemodellen, er en rekke aktiviteter overlappende og det arbeides parallelt. Man kan leie ut og eller selge i alle faser i verdikjeden.

Men når dere selger, så selger dere da alt? Dere beholder aldri driftsdelen?

Vi garanterer drift i tre år fra ferdigstillelse, det henger sammen garantiansvar. I et nytt bygg er det alltid justeringer i etterkant av ferdigstillelse. I utgangspunktet blir ikke vi sittende som eiere. (Thoeneie illustrerer følgende figur for å forklare verdikjeden):



Thoeneie sin kommentar til verdikjedemodellen: Det er en enkel og generell modell. Det enkle er ofte det beste. Den er bra og et godt utgangspunkt. Men, utleie og salg må flyttes til en tidligere fase.

2 Hvordan ser du på verdiskapningsmulighetene i fasene i verdikjeden?

Det ligger et avkastningselement i alle fasene, også i den videre drift- og forvaltningsfasen. Avkastning er forbundet med risiko. Jo mer du gjør det selv, desto større er avkastningsmuligheten. Det er det ingen tvil om det, rent teoretisk. De som kjøper tomter av HAV, skal tjene penger i forbindelse med utbygging. Dette er avkastning HAV i utgangspunktet kunne tjent selv, hvis de ønsker å bygge opp en organisasjon med utbyggerkompetanse. Så er spørsmålet om kommunen og det offentlige skal bygge. Jeg er for øvrig usikker på om kommunen skal være utbygger. Det handler om å fokusere på kjernevirksomhet. Selger man bare en tomt tar man lavere risiko, men avkastningen er også lavere. Så enkelte er det.

3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i en verdikjedemodell. Hvor/ når tar dere beslutninger/ revurderinger om videre utvikling (utgangsstrategier)?

Vi har en strategisk plattform som regulerer dette. Finansiering av prosjekter er noe som kan variere, f.eks. når det gjelder bolig selges det meste før det er ferdigstilt.

4 Hva er strategien bak eventuelle tomtekjøp? Kjøper dere uregulerte eller helst ferdige detaljregulerte tomter?

Alle tomtene i Bjørvika, Bispevika og Lohavn ble vedtatt regulert i 2003. Mange profesjonelle kjøpere ønsker å regulere tomten selv. Det ligger en mulig avkastning i det. Når en selger regulerer eller detaljregulerer en tomt mister den litt verdi for enkelte kjøpere, men den kan også for noen kjøpere få økt verdi. Det er en balansegang. Går selger for langt med detaljregulering av en tomt, kan man i ytterste konsekvens ende opp med at ingen ønsker å kjøpe tomten. Hvis vi skulle kjøpt tomter i Bjørvika ønsker vi i utgangspunktet ikke noe mer gjort med tomtene enn dagens status som er en

reguleringsplan. Vi kjøper regulerte tomter, men ser ingen umiddelbar fordel ved at selger har detaljregulert tomtene før salg.

Del 2 Avkastning

5 Hvordan beregner dere avkastningskrav? WACC, som standardmodell?

Vi bruker egenutviklede modeller, og rapporterer månedlig bl.a. totalavkastning for våre prosjekter.

6 Bruk av Yield

Yield er ikke sammenliknbart. Yield er et netto avkastningskrav. Det er mye brukt, spesielt for kontoreiendom. Enkelt sagt er det leierpris delt på kvadratmeterpris. Det som er forskjellig i prosjekter er leiepriser. Markedet henviser til yield og sammenlikner prosjekter ut fra yield, noe som kan være forvirrende. Det som betyr mest for oss er kvm. pris. Alle som kjøper må beregne og forholder seg til en netto avkastning, men for å kunne sammenlikne prosjekter må man se det opp mot kvadratmeterleien, eller pris per kvm. Det er dessverre mye forvirring omkring begrepet yield.

7 Sett opp mot verdikjedemodellen, er det ulike krav knyttet til fasene i prosessen?

Se spørsmål 2.

8 Har dere et fast eller generelt avkastningskrav for prosjektene? Tilpasses dette eventuelt type prosjekt/ segment (f.eks. bolig eller næring)?

Vi opererer stort sett med et totalavkastningskrav på rundt 20-25 prosent for næring/kontor. For bolig noe lavere. Avkastningskravet vil variere ut fra segment, størrelse osv.

Del 3 Risiko

9 Benytter dere en eller flere konkrete modeller for risikostyring, eventuelt risikohåndtering?

Vi har egne modeller for risiko- og økonomistyring. Vi forsøker å forenkle det kompliserte. Vi utarbeider usikkerhetsanalyser for alle bygg/prosjekter, hvor vi definerer de mest fremtredende risiko. Dette kan variere fra bygg til bygg, avhengig av alt fra hvem som sitter i Bystyret/den politiske situasjonen, reguleringsstatus, hvor høy renten er osv. Vi har vært gjennom kommunevalg og omreguleringsprosesser, og erfart utsettelse i utviklingen i over to år, noe som kan resultere i mer enn 100 millioner i

økte kostnader for ett enkelt prosjekt. Den viktigste og ofte mest undervurderte risikofaktoren i byutvikling i Oslo er kanskje informasjon.

10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko (prosjektstyring). Hvem av disse vil du anse som mest kritisk? Prosjektavhengig?

11 Ev. rangering?

Alle er prosjektavhengige. Både fordi prosjektene fysisk er forskjellige, og fordi omgivelsene har endret seg. Reguleringsrisiko og/eller politisk risiko er ofte avgjørende frem til nødvendige tillatelser foreligger. Finansiering er ofte avgjørende for om prosjektet kan igangsettes. Utleie og salg er en del både av finansieringsrisiko og markedsrisiko. Faktorer som opinionen, media osv. undervurderes ofte, det er erfart i Bjørvika (Lambdaprosjektet). Vi gjorde et skipsfunn, 15 båter fra Middelalderen, under et av byggene, det innebærer en ikke ubetydelig risiko. Politisk risiko har man også opplevd i Bjørvika, se på Lambdaprosjektet. På Tjuvholmen, som bare er noen minutters gange herfra, bygges et nytt Astrup Fearnley. Museum, uten at noen bryr seg noe særlig om dette. Risiko varierer fra prosjekt til prosjekt, og demografisk mellom områder i en by. Alle utbyggere har "sine ting å stri med", alle har risiko som må vurderes og kalkuleres.

12 Hvordan ser du på risiko i forhold til outsourcing av entreprisekontrakter?

-

13 Risiko i forhold til innhenting av leietakere?

Det er ønskelig å ha leietakere på plass så tidlig som mulig av flere grunner: (1) det garanterer en kontantstrøm, (2) det er lettere og rimeligere og finansiere prosjektet, (3) det gir trygghet/forutsigbarhet, (4) bruker kan være med å utforme bygget.

14 Hvordan ser du på sammenhengen mellom risiko og avkastning i verdikjeden?

Ja, generelt sett er det sånn. Derfor bør man holde seg til kjernevirksomhet, da kan risikoen kalkuleres bedre, forstås bedre og håndteres bedre. Risiko henger sammen med avkastning, det er det ingen tvil om. Derfor bør man fokusere på det man kan best.

15 Bruk av Joint Ventures?

Tror på samarbeid gitt rett partner. Ofte jobber to bedre enn en. Da reduseres også ofte risikobildet. Å utvikle og bygge alt selv kan ta tid, så det må gjerne være flere aktører på banen.

9.2.6 Intervju 6 Veidekke Eiendom AS

Dato: 21.10.2011

Tid og sted: 13.10 – 13.30, Skabos vei 4

Tilstede: Emil Paaske, Knut Ørn Collet, Stine Solem og Lill Andrea Aas

* Tirsdag 8. november gjennomførte vi et oppfølgingsintervju per telefon med Emil Paaske, på spørsmål 2, 10, 14 og 15 i intervjuguiden. Dette var nødvendig da vi ikke fikk tid til å stille disse spørsmålene under intervjuet hos Veidekke 21.10.11.

Del 1 Faser i verdikjedemodellen for eiendomsutvikling

1 Her er en mulig verdikjede fra tomt til ferdigstillelse (utlevert på forhånd). Hva er dine kommentarer til denne? På hvilken måte avviker den ev. fra deres? Test av modellen.

Før tomt er det kapital. Vi sitter ikke med tomten, men kjøper tomt. Neste fase er regulering. Etter reguleringsfasen kommer prosjektutvikling (rammesøknad). Av og til går regulering og rammetillatelse parallelt. Det er også en prosjektutviklingsfase, før regulering. Det er betydelig prosjektutvikling før det ender opp med en vedtatt reguleringsplan. Vi har ikke en egen forvaltningsdel, vi skal ikke forvalte eiendom.

2 Hvordan ser du på verdiskapningsmulighetene i fasene i verdikjeden?

Reguleringsfasen er der verdiene skapes. Det er tomtebesitter som har denne muligheten. I sentrumskjernen selges uregulerte tomter til en pris som skulle tilsi at de var regulert. Tomter med kontantstrøm sikrer finanskostnader og gir bedre fleksibilitet, i forhold til når du kan bygge.

3 Ulike prosjekter medfører at man i ulik grad vil følge fasene i en verdikjedemodell.

Hvor/ når tar dere beslutninger/ revurderinger om videre utvikling (utgangsstrategier)?

Det kommer an på forretningen for øvrig, og markedet. Det ligger f.eks. i strategiplanen at vi ikke skal være eksponert mye mot næring. Det er ikke sagt at man går hele veien, det kan være man stopper underveis og får et salg. I forhold til beslutningene har vi et

styringssystem (V1). Vi lager et notat hvor vi vurderer inntekspotensial og risiko og ber om et mandat til å fremforhandle og kjøpe en tomt. Ved regulering lager vi et nytt program (V2), som går ut på hva vi skal regulere. Reguleringsfasen i Oslo er en lang fase. 2 - 2,5 år er veldig raskt. Det betyr at hvis man ser på sykluser i eiendomsbransjen så har man allerede her gått gjennom en syklus. Vi nådde bunn i 2000 og i 2003, så hadde vi en historisk lang oppgangstid til 2007. Før det stoppet i 2007/2008.

4 Hva er strategien bak eventuelle tomtekjøp? Kjøper dere uregulerte eller helst detaljregulerte tomter? Bruk av eiendomsportefølje som strategi.

Begge deler, men tar sjelden reguleringsrisiko. Det vil si at vi kan tre ut av avtalen. Vi gjør opp i henhold til det reguleringen tilsier. Vi tar reguleringsrisiko, men vi har mekanismer for å redusere det.

Del 2 Avkastning

5 Hvordan beregner dere avkastningskrav? WACC, som standardmodell?

Vi bruker ikke WACC. Vi benytter en vanlig dekningsgradkalkyle, uten nåverdivurderinger.

6 Bruk av Yield

Her undervurderes ofte driftskostnadene.

7 Sett opp mot verdikjedemodellen, er det ulike krav knyttet til fasene i prosessen?

-

8 Har dere et fast eller generelt avkastningskrav for prosjektene? Tilpasses dette eventuelt type prosjekt/ segment (f.eks. bolig eller næring)?

Vi blir målt på avkastning av totalkapitalen, 15 prosent er målsetning. Det er greit å få til i reguleringsfasen, men når vi begynner å bygge er det vanskeligere. Da brukes mye kapital. Vi har totalentreprise, tomt og prosjektutvikling, uten at det er noe særlig inntekter. Ved egenregi, må alt balanseføres. Mens når vi har samarbeidsselskaper er det kun egenkapitalen og ev. ansvarlig lån som balanseføres. Der hvor vi eier 50-50 f.eks. er det lettere å nå avkastningskravet. Da ser vi at vi har veldig god avkastning på egenkapitalen. På egenregi får vi stor omsetning, stort volum, men det er tøffere å nå avkastningskravet.

Del 3 Risiko

9 Benytter dere en eller flere konkrete modeller for risikostyring, eventuelt risikohåndtering?

Det går på magefølelsen. Vi tror på menneskene og på gode diskusjoner. *Kjører dere noe form for simulering?* Ja, vi har simulering på tomtepris, salgspris o.l..

10 Vi har tatt for oss fire typer risiko: reguleringsrisiko, finansieringsrisiko, markedsrisiko og produksjonsrisiko (prosjektstyring). Hvem av disse vil du anse som mest kritisk? Prosjektavhengig?

I 2007/2008 stoppet markedet opp og vi ble eksponert for markedsrisiko. I august 2009 hadde vi ingenting i produksjon. Da snudde vi fokuset til utvikling og regulering, for å igjen være klar til oppgangstid. Vi fokuserte da på prosjektutvikling og regulering, for den risikoen er mer uavhengig markedet.

11 Ev. rangering?

1. Reguleringsrisiko, 2. Markedsrisiko, 3. Finansieringsrisiko og 4. Produksjonsrisiko. Men det er prosjektavhengig.

12 Hvordan ser du på risiko i forhold til (outsourcing) entreprisekontrakter?

Vi benytter ikke outsourcing av entreprenører, siden vi har kompetansen innenfor selskapets konsern.

Det er veldig liten risiko knyttet til entrepris, vi kjører totalentreprise for å avlaste gjennomføringsrisikoen. Vi skal ikke ha gjennomføringsrisiko, den skal entreprenøren ta. Vi skal ta utvikling og markedsrisiko.

13 Risiko i forhold til innhenting av leietakere

-

14 Hvordan ser du på sammenhengen mellom risiko og avkastning i de ulike leddene i verdikjeden? Går de hånd i hånd?

Ja, men det er avhengig av sykluser. Svingninger kan gi superprofitt eller tap.

15 Bruk av Joint Ventures

Ja, det er en del hovedstrategien. Vi samarbeider mye, da med delt eierskap 50/50. Vi samarbeider f.eks. med NPRO og OBOS.