

## Tiderne skifter – nye udfordringer og muligheder

*Af Søren Leth Pedersen, Afdelingsleder, EDC Erhverv Århus  
Cand. merc., stats. aut. ejendomsmægler, valuar, MDE*

Markedet for investerings- og projektudviklingsejendomme er for tiden inde i en spændende periode. Der er tegn på at de markedsforhold, der har været gældende de seneste par år indenfor de forskellige delsegmenter ændrer sig. Det medfører nye udfordringer, men betyder samtidig også, at nye muligheder opstår.

### *Boligudlejningsejendomme*

Boligudlejningsejendomme har gennem de seneste år oplevet en særdeles positiv udvikling med stigende priser. Prisstigningerne er dels en konsekvens af, at investorerne har sænket deres afkastkrav, og dels at nettoleniveauet har været stigende.

Afkastkravet udtrykkes normalt med parameteret 1. års afkast, og følger de finansielle markeder for investeringsprodukter, ligesom det er tæt forbundet med den generelle renteutvikling i samfundet. Let adgang til kapital og faldende renteniveauer har gennem de seneste par år været de væsentligste årsager til, at investorernes afkastkrav til boligudlejningsejendomme har været faldende. I Århusområdet har startniveauet faldet til omkring 2 – 3% for ejendomme, hvor der ikke gør sig specielle forhold gældende som f.eks. udsædvanlige store lejereserver eller projektmuligheder. Det svarer til en kvadratmeterpris i niveauet 24.000 – 26.000 for de bedste boligudlejningsejendomme.

Reglerne i boligreguleringslovens §5 stk. 2 vedrørende gennemgribende forbedring og efterfølgende mulighed for at opkræve en tilnærmet markedsleje har samtidig især været den primære årsag til at nettolen generelt er steget, siden muligheden blev indført i midten af 1990erne.

En sammenblanding af rentestigninger, større forsigtighed blandt banker og realkreditinstitutter samt tendens til ændrede præferencer blandt investorerne har medført, at markedet for rene boligudlejningsejendomme er under forandring. Prisstigningerne er ophørt, der er tendens til at stigende afkastkrav, og ofte forhandles der om prisen før en handel indgås. De økonomiske samfundskonjunkturer er dog fortsat særdeles gunstige, og der er stadig en del kapitalstærke købere i markedet til især velbeliggende ejendomme med 2-3 værelseslejligheder, så umiddelbart ser det ud til at markedet bare har normaliseret sig.

### *Projektudvikling*

På blot 3-4 år har markedet for projektmuligheder til etageboligbyggeri oplevet særdeles store udsving. Fra 2003 til 2006 er priserne pr. kvadratmeter byggeret indenfor Ringvejen i Århus steget fra ca. kr. 2.500 til ca. kr. 15.000, da det toppede midt på året i 2006. I 2007 er omsætningen i markedet imidlertid næsten gået stå. Det er naturligvis en følge af de dramatiske ændringer, der er sket i markedet for salg af ejerlejligheder, hvor efterspørgslen er faldet markant, og der endog er tendens til prisfald.

De gode tider i erhvervslivet er til gengæld for alvor ved at slå igennem indenfor projektudvikling til erhvervsbyggeri. Der er stor efterspørgsel efter markante beliggenheder til virksomhedsdomiciler, logistikejendomme, pladskrævende detailhandel og dagligvarebutikker. Endvidere er der meget få ledige kontorlokaler på markedet, så projektudviklere er for tiden mere risikovillige med hensyn til at opføre kontorbyggeri, uden at ejendommen er fuldt udlejet før byggeriet igangsættes.

### *Erhvervsejendomme*

Ejendomsinvestorerne fokuserer på ændres for tiden i stor stil mod erhvervsejendomme. Interessen samler sig i særdeleshed omkring kontorejendomme, centralt beliggende byejendomme med kontor og detailhandel samt pladskrævende detailhandelsejendomme. Endvidere er virksomheders domicil- og produktionsbygninger eftertragtet i forbindelse med sale & lease back arrangementer, hvor der laves lange uopsigelige lejekontrakter.

Markedslejeniveauerne på de nævnte typer af ejendomme er generelt stigende, og investorernes risikovurdering er faldende. Det er en konsekvens af stigende overskud og vækstrater generelt i erhvervslivet, samt at der er stor købekraft i samfundet, som bl.a. detailhandlen nyder godt af. Den stigende efterspørgsel for investorerne sammenholdt med højere markedslejeniveauer og faldende afkastkrav medfører markante prisstigninger i øjeblikket.

### *Skattereform*

Normalt er det udviklingen i samfundsøkonomien der er afgørende for ejendomsmarkedets tilstand, men en gang i mellem rammes markedet af eksterne faktorer, der pludselig kan ændre situationen, som for eksempel ny lovgivning.

Skatteministeren har i starten af 2007 fremkommet med et skatteudspil, der har til formål at mindske kapitalfondenes incitament til kraftigt at forøge gældsandelen i de virksomheder, fondene investerer i. Når rentebyrden forøges kraftigt, minimeres den skattepligtige indkomst. Den øgede risiko som følge af gældsætningen afdækkes ofte i stedet med kapitaltilsagn fra fondene. Gevinst ved salg af virksomhederne trækkes i skattely på de eksotiske øer, hvor der opereres fra. Det medfører alt sammen at statskassen går glip af indtægter, og derfor har skatteministeren fundet det nødvendigt med et indgreb.

Som forslaget var udarbejdet i sin oprindelige form betød det bl.a. begrænsninger i fradragsretten for renteudgifter på over 10 millioner og nedsættelse af afskrivningssatsen på bl.a. bygninger fra 5% til 4%. Dermed ramte det også i særdeles høj grad ejendomsselskaber.

Siden forslaget blev fremsat, har det gennemgået en offentlig høringsfase, og efter bl.a. stærk kritik fra ejendomsbranchen, er der nu sket en revidering, men der er stadig konsekvenser for ejendomsbranchen. I det nuværende lovforslag, som efter planen træder i kraft 1. juli 2007, er sænkningen af afskrivningssatsen på bygninger fastholdt på 4%, men rentefradragsreglerne er ændret, således at der nu gælder følgende begrænsninger:

- 1) Nettofinansieringsudgifter under kr. 20 mill. pr. år begrænses ikke.
- 2) Nettofinansieringsudgifter over kr. 20. mill., men under 6,5% af de skattemæssige driftsaktiver begrænses ikke, forudsat at pkt. 3 ikke overskrides.
- 3) Nettofinansieringsudgifter over kr. 20 mill. kan ikke nedsætte EBIT (Earnings Before Income and Tax), til mindre end 20%.

Lovforslaget vil sandsynligvis få nogle konsekvenser for ejendomsbranchen. Ejendomsinvestorer vil have interesse i at porteføljen i ejendomsselskaber forbliver i en størrelse hvor renteudgifterne ikke overstiger minimumsgrænsen på kr. 20 mio. kr. for dermed at være sikker på at opretholde fuld værdi af rentefradragsretten.

Endvidere påvirkes værdien af afskrivningsberettigede investeringsejendomme som følge af den lavere afskrivningssats, hvilket især må forventes at påvirke markedet for 10-mands K/S projekter.

Større virksomheder vil som følge af lavere skattemæssig værdi af bygningsafskrivninger og risiko for begrænset fradrag for finansieringsudgifter i langt højere grad have interesse i at lave operationelle sale & lease back arrangementer, således at balancen lettes for kapitaltunge bygningsaktiver. Udgiften til bygninger kan i stedet konverteres til fuldt fradagsberettiget leasingudgift, der ikke er berørt af indgrebet, såfremt der ikke er tale om finansiel leasing, jf. IAS 17. Indgrebet vil dermed sandsynligvis være med til at forstærke den udvikling, der allerede sker i retning af, at flere og flere virksomheder af forskellige årsager indgår sale & lease back arrangementer, frem for selv at eje bygningsaktiverne.

Det ser ud til at ejendomsmarkedet er inde i en brydningstid med nye udfordringer, både som følge af markedsudviklingen og politiske faktorer generelt er markedet dog stadig fuld af optimisme og muligheder.