

Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber



**EJENDOMSFORENINGEN
DANMARK**

Juni 2009

Ejendomsforeningen Danmarks baggrund for at samle anbefalingerne

Disse anbefalinger henvender sig til ejendomsselskaber, hvor egenkapitalen helt eller delvist kommer fra eksterne investorer. I disse selskaber er det vigtigt at sikre sig, at direktionen arbejder for investorernes interesser. Direktionen skal naturligvis også tilse, at alle virksomhedens interessenter – kunder, leverandører, medarbejdere og offentligheden – behandles rimeligt, men inden for de grænser dette sætter, skal direktionen sikre, at investorerne får det størst mulige afkast i forhold til en kendt risikoprofil.

For at sikre, at direktionen varetager investorernes interesser, er der i dansk lovgivning og børsregler formuleret en række bindende regler for selskabsledelse og investorinformation. I supplement til disse bindende regler findes der i Danmark og internationalt en række anbefalinger, som ikke er bindende. Formålet med sådanne anbefalinger er at motivere selskaberne til en adfærd, der i endnu højere grad sikrer investorernes interesser.

I Danmark har Nørby-udvalget udarbejdet en række anbefalinger for god selskabsledelse i børsnoterede selskaber, mens Foreningen af Statsautoriserede Revisorer har udarbejdet retningslinjer for god selskabsledelse i mindre og mellemstore virksomheder, der ikke er børsnoterede. De regler og retningslinjer, der findes i Danmark, er imidlertid ikke specielt udformet med henblik på ejendomsselskaber. Ved ejendomsselskaber forstås enhver form for selskab eller virksomhed, hvor en væsentlig del af omsætningen stammer fra udlejning af og værdiregulering af fast ejendom.

De fleste ejendomme står i mere end 100 år og er derfor meget langvarige investeringsgoder. På samfundsplan er det enkelte års nyinvesteringer i fast ejendom derfor små i forhold til bestanden af ejendomme. Det betyder, at priserne på fast ejendom svinger forholdsvis kraftigt over tid. Her til kommer, at likviditeten i fast ejendom er væsentlig lavere end fx for børsnoterede obligationer og aktier. Urealiseret og realiseret værdistigning og/eller værditab er derfor et væsentlig element i ejendomsselskabernes indtjening og på deres balance.

For at bevare erhvervets og de enkelte ejendomsselskabers anseelse i samfundet er det vigtigt, at det synliggøres, hvorledes ejendomsselskabets ledelse arbejder for investorernes interesser.

Ejendomsforeningen Danmark har derfor samlet denne række anbefalinger om „Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber“.

Ved anbefalingernes udformning er der lagt vægt på ikke at gentage, hvad der allerede er gældende i dansk lovgivning mv., men at fokusere på anbefalinger med særlig relevans for ejendomsselskaber. Anbefalingerne er et supplement til den gældende lovgivning. Der er her lagt vægt på, at de danske anbefalinger svarer til de bedste internationale standarder.

Der er derfor hentet inspiration i en række internationale organisationers arbejde på dette område. Nogle af disse organisationer har hovedsagelig fokuseret på anbefalinger for god selskabsledelse (Corporate Governance), mens andre har fastsat anbefalinger for investorinformation. Deres afgrænsning af disse to forhold er dog noget varierende. Da formålet med anbefalingerne for god selskabsledelse og retningslinjerne for investorinformation i høj grad er det samme, har Ejendomsforeningen Danmark valgt at udarbejde et samlet sæt anbefalinger.

Ejendomsforeningen Danmarks anbefalinger om best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber er ikke saktionerede. Der er tale om anbefalinger. Det enkelte ejendomsselskab kan vælge at opfylde anbefalingerne fuldt ud og bruge dette i sin kommunikation med aktuelle og potentielle investorer. I den situation skal selskabet opfylde alle kravene.

Ejendomsselskabet kan også vælge at opfylde flertallet af retningslinjernes bestemmelse men at fravælge enkelte bestemmelser. I sin kommunikation med aktuelle og potentielle investorer bør man i denne situation oplyse, hvorfor man har fravalgt de pågældende bestemmelser. Endelig er det naturligvis muligt for alle selskaber, hvor fast ejendom direkte eller indirekte udgør en betydende andel af aktiviteterne, at søge inspiration til deres selskabsledelse og investorinformation i de opstillede anbefalinger.

Anbefalinger vedrørende oplysninger om ejendomsselskabets strategi

Investorerne bør sikres et kvalificeret beslutningsgrundlag i forbindelse med indskud af ny egenkapital i ejendomsselskabet og i forbindelse med eventuelle handler på sekundærmarkedet med ejendomsselskabets ejerandele. Selskabet bør i særlig grad oplyse, hvorledes det vil afveje hensynet til det størst mulige afkast over for hensynet til den mindst mulige risiko.

Ved fremskaffelse af ny egenkapital, skal ejendomsselskabet udarbejde et prospekt til de potentielle investorer. For børsnoterede selskaber findes omfattende

prospektregler. For ti mands selskaber findes prospektregler, der er fastsat af „Danske Ejendomsprojektudbyderes Branche forening“. (Prospektreglerne kan downloades fra foreningens hjemmeside på www.d-e-b.dk). Disse regler skal de omfattede selskaber naturligvis overholde. Ejendomsselskaber, der ikke er omfattet af formelle prospekt regler, kan med fordel søge inspiration til sin prospektudarbejdelse i de regler, der gælder for andre.

Af hensyn til handelen på sekundærmarkedet bør ejendomsselskabet i videst muligt omfang ajourføre de væsentligste oplysninger fra prospektet på deres hjemmeside eller i andet offentligt tilgængeligt materiale.

Selskabet bør oplyse, hvilken strategi man vil følge. Herunder bør man oplyse, hvad der er den forventede gennemsnitlig holdetid for selskabets ejendomme. Man kan med fordel følge de definitioner af ejendomsinvesteringsstrategier, der er fastsat af INREV i publikationen Core Definitions. (INREV er den europæiske organisation for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles, og dens hjemmeside er www.inrev.org). Er selskabets tidshorisont tidsbegrænset eller uendelig? Er der tale om en Core, Value Added eller Opportunistic investeringsstil? Dersom man ikke føler, at INREV's definitioner er dækkende for selskabet, bør der gives en anden dækkende beskrivelse af den valgte investeringsstrategi.

Selskabet bør oplyse,

- hvilken selskabsform og koncernstruktur man har valgt for at følge den valgte strategi
- hvilke nøglepersoner der skal føre strategien ud i livet. Nøglepersonerne omfatter som minimum bestyrelse og direktion
- hvilke segmenter man vil erhverve og besidde fast ejendom i. Segmenterne bør være fordelt på ejendomsstyper og på geografiske områder
- hvilken lånepolitik man vil følge. Hvad er målsætningen for gearingen? Vil man tage fast eller variabelt forrentede lån?
- hvilken politik man vil følge med hensyn til spekulation eller sikring med derivater i fast ejendom, renter og valuta

Væsentlige ændringer i ejendomsselskabets strategi bør uden unødigt ophold meddeles investorerne.

Anbefalinger til krav til selskabets bestyrelse

Bestyrelsen skal løbende kontrollere, at direktionen opfylder sine forpligtelser.

Bestyrelsen bør i samarbejde med direktionen fastlægge de overordnede retningslinjer for vurderingen af selskabets ejendomme.

Bestyrelsen bør mindst en gang om året drøfte, om den har de nødvendige kompetencer til at inspirere og kontrollere direktionen inden for det forretningsområde ejendomsselskabet virker. Hvis det vurderes ikke at være tilfældet, skal formanden tage initiativ til, at bestyrelsen tilføres de nødvendige kompetencer.

Bestyrelsen bør mindst en gang om året drøfte, om direktionen har de nødvendige kompetencer til at drive selskabet i investorernes interesse. Hvis det vurderes ikke at være tilfældet, skal formanden tage initiativ til, at direktionen tilføres de nødvendige kompetencer.

Bestyrelsen bør fastsætte direktionens aflønning således, at den i videst mulig omfang tilskynder direktionen til at varetage investorernes interesser. Bestyrelsen skal sikre, at investorerne orienteres om, hvorledes direktionens aflønning fastsættes.

Bestyrelsens medlemmer bør ikke handle fast ejendom for ejendomsselskabet med selskaber mv., hvor de selv eller deres nærmeste familiemedlemmer har en økonomisk interesse, eller hvor de er medlem af direktionen.

Dersom der fremkommer forslag om handel med fast ejendom mellem to selskaber, hvor den pågældende er bestyrelsesmedlem i begge selskaber, bør bestyrelsesmedlemmet afstå fra at deltage i behandlingen og beslutningen af forslaget.

Anbefalinger for krav til selskabets direktion

Direktionen har ansvaret for, at eventuelle ændringer i ejendomsselskabets strategi uden unødigt ophold forelægges selskabets bestyrelse og meddeles investorerne.

Direktionen skal administrere selskabets ejendomme i overensstemmelse med Ejendomsforeningen Danmarks „Ethiske normer for ejendomsadministration“. (De etiske normer kan downloades fra foreningens hjemmeside www.ejendomsforeningen.dk/etik). Det vil sige, at den ved intern administration skal sikre sig, at selskabets medarbejdere overholder normerne, og at den ved ekstern administration skal sikre sig, at administrator overholder reglerne.

Direktionen skal drive virksomheden i investorernes interesse og må ikke bringe sig i situationer, hvor der kan opstå berettiget mistanke om dens loyalitet.

Dersom direktionen bliver opmærksom på situationer, hvor den kan være i en interessekonflikt, bør dette straks drøftes med selskabets bestyrelse og oplyses til investorerne.

Direktionen bør ikke handle fast ejendom for ejendomsselskabet med selskaber mv., hvor den selv eller dens nærmeste familiemedlemmer har en økonomisk interesse, eller hvor den er medlem af direktionen.

Direktionen skal oplyse selskabets bestyrelse om de handler med ejendomme eller andele i ejendomsselskaber, som den foretager for egne midler.

Direktionen fastlægger i samarbejde med selskabets bestyrelse de overordnede retningslinjer for vurderingen af selskabets ejendomme og sikrer, at retningslinjerne bliver fulgt.

Direktionen skal sikre, at ejendomsselskabet har en god intern risikostyring. Det anbefales, at direktionen mindst én gang om året lægger op til en drøftelse med bestyrelsen af de risikofaktorer, der kan påvirke selskabet. Disse risikofaktorer omfatter:

- ændringer i markedsværdien for selskabets ejendomme som følge af ændringer i afkastkrav
- ændringer i ejendommens driftsresultater som følge af ændringer i lejeindtægter og driftsudgifter samt i udlejningsprocenter og kundernes betalings-evne
- den finansielle risiko som følge af ændringer i renter, valutaer og låneforhold
- den politiske risiko som følge af ændringer i lejelove, skattelove eller andre love og påbud, der påvirker ejendomsinvesteringers rentabilitet
- og endelig den operationelle risiko, der knytter sig til køb og salg af fast ejendom samt til den løbende drift af ejendomsselskabet
- generelle markedsforhold og markedsudvikling

Anbefalinger til krav til vurderingsmænd

Vurderingen af ejendomsselskabets ejendomme skal inden for bestyrelsens og direktionens retningslinjer gennemføres af kvalificerede personer. Det kan enten være interne eller eksterne specialister. En ekstern vurderingsmand kan enten være en person, der er uddannet som valuar eller ejendomsmægler, eller det kan være en statsautoriseret revisor eller en advokat med speciale i fast ejendom.

Når vurderingen gennemføres af en ekstern vurderingsmand, bør denne have en aflønning, der er uafhængig af vurderingsresultatet. Aflønningen kan fx afhænge af ejendommenes areal eller antallet af lejekontrakter.

Når vurderingen gennemføres af en ekstern vurderingsmand, bør den pågældende ikke arbejde i en virksomhed, der aktuelt har ejendomsmægleropgaver for ejendomsselskabet, eller som reviderer ejendomsselskabets årsrapport.

Anbefalinger til oplysninger om den løbende virksomhed

Ejendomsselskabet skal én gang årligt offentliggøre en dækkende og revideret årsrapport. Endvidere skal det tre gange om året offentliggøre en delårsrapport, der oplyser om udviklingen i selskabets økonomi i hovedtræk, og som kan være urevideret.

Børsnoterede ejendomsselskaber skal i rapporterne følge de tekniske definitioner af nøgletal, således som de er fastsat i „Anbefalinger og nøgletal 2005“. De bør endvidere i videst muligt omfang følge de anbefalinger, der fremgår af „Anbefalinger og nøgletal 2005“. Unoterede ejendomsselskaber kan også med fordel anvende retningslinjerne i „Anbefalinger og nøgletal 2005“, der er udarbejdet i fællesskab af den danske og norske finansanalytikerforening.

Set med internationale briller er „Anbefalinger og nøgletal 2005“ allerede forældet, og der arbejdes på en ny udgave, der vil sætte større fokus på fast ejendom, og som måske udkommer i 2009. Den internationale forening for finansanalytikere, CFA Institute, fastsætter i sine „Global Investment Performance Standards“ (GIPS) retningslinjer for opgørelse af værdier og afkast. Man har netop udarbejdet nye GIPS retningslinjer, hvor man særlig har fokuseret på retningslinjer for ejendomsinvesteringer. De nye retningslinjer kan downloades fra hjemmesiden www.cfainstitute.com. Man må forvente, at næste udgave af de dansk/norske retningslinjer vil indarbejde de internationale regler. Den, der

vil følge best practice på internationalt plan, kan derfor med fordel allerede nu tage højde for de retningslinjer, der følger af den nye GIPS. Retningslinjerne fra den nye GIPS er indarbejdet i de følgende anbefalinger.

Oplysninger om balancetidspunktets ejendomme

Som en del af årsrapporten bør selskabet offentliggøre en liste over samtlige ejendomme, det ejer. Listen kan opgøres for delporteføljer. Listen bør indeholde oplysninger om:

- ejendommenes beliggenhed
- ejendommenes areal
- ejendomstype (kontor, bolig, detailhandel, industri eller lager)
- balancedagens vurdering af ejendomsværdien
- anvendt afkastkrav ved værdiansættelsen
- tidspunkt for seneste vurdering af ekstern vurderingsmand
- værdiansættelsen ved den seneste eksterne vurdering. For ejendomme, hvor der endnu ikke foreligger en ekstern vurdering, bør købspris og købsår oplyses

Oplysninger om balancetidspunktets ejendomsværdier

Selskabets investeringsejendomme skal opgøres til markedsværdi på basis af det forventede fremtidige afkast af ejendommen. Værdiansættelsen kan enten ske for et typisk driftsår ved hjælp af „den afkastbaserede model“ eller over en periode ved hjælp af „discounted cash flow-modellen“. Ved offentliggørelser af afkastkravet bør der gøres tydeligt opmærksom på, at afkastkravet ved „den afkastbaserede model“ normalt er et reelt afkast (eksklusive inflation), mens afkastkravet ved „discounted cash flow-modellen“ normalt er et nominelt afkast (inklusive inflation).

Ejendommene bør vurderes mindst hvert kvartal. Til årsrapporten skal der udføres en grundig værdiansættelse, medes man i de øvrige kvartaler kan lave en mere summarisk værdiansættelse, hvor man tager hensyn til kvartalets ændringer i afkastkrav, lejeniveau og tomgang.

Ejendommene bør mindst hvert tredje år vurderes af en ekstern vurderingsmand. Bestyrelsen og direktionen kan vælge at lade denne eksterne vurdering være det pågældende års vurdering af ejendommen i årsrapporten, hvis man er enig i vurderingsresultatet. Hvis bestyrelse og direktion vælger en anden vur-

dering i årsrapporten for det pågældende år, bør den i årsrapporten forklare, hvorfor man har valgt en vurdering, der afviger fra den, der blev foretaget af den eksterne vurderingsmand.

I årsrapporten bør navn og adresse på den eksterne vurderingsmand oplyses, ligesom det bør oplyses på hvilket grundlag, dennes aflønning blev fastsat.

Oplysninger om periodens afkast

Selskabet bør både i årsrapporten og i kvartalsrapporterne oplyse om det samlede afkast både i kroner og i procent i den pågældende periode og mindst fem år tilbage i tiden (hvis selskabet har eksisteret så længe). Afkastet bør både opgøres for de rene ejendomsinvesteringer og for den samlede aktivitet inklusive gearing og derivater mv.

Det procentvise afkast bør beregnes ved hjælp af den tids vægtede metode.

Afkastet for de rene ejendomsinvesteringer i procent bør opdeles i direkte afkast og værditilvækst.

Direkte afkast og værditilvækst i procent bør sammenlignes med et benchmark for henholdsvis direkte afkast og værditilvækst. Dette kan enten være en på forhånd fastlagt sammenligningsgruppe af ejendomsselskaber eller det kan være IPD Dansk Ejendomsindeks. Mange ejendomsselskaber aflægger regnskab inden et sådant indeks foreligger, og man må derfor indskrænke sig til sammenligne ejendomsselskabets afkast med benchmark i de foregående perioder.

Oplysninger om risiko på balancedagen

Årsrapporten bør indeholde oplysninger om:

- den samlede ejendomsværdis procentvise fordeling på ejendomstyper
- den samlede ejendomsværdis procentvise fordeling på geografiske områder
- de samlede lejeindtægters procentvise fordeling på lejernes erhvervssektorer
- den gennemsnitlige kvadratmeterleje og den gennemsnitlige tomgang fordelt på ejendomstyper og geografiske områder
- de ti største lejeres andel af den samlede lejeindtægt
- gældens procentvise fordeling på renteniveau og varighed, samt om selskabets samlede gearing. Ejendomsselskaber, der har datterselskaber, bør oplyse den samlede gearing på både moderselskabs- og koncernniveau

Årsrapporten bør endelig indeholde følsomhedsanalyser af årsresultatet, hvor der i analysen tages hensyn til eventuelle sikringer, derivater, gearing mv. Analyserne bør fx belyse virkningen på årsresultatet af:

- et fald på fem procent i det gennemsnitlige lejeniveau
- en stigning på fem procent i den gennemsnitlige tomgang
- en devaluering på fem procent af den danske krone (hvis selskabet har udenlandske ejendomme eller låntagning)
- en stigning på en procent i den gennemsnitlige lånerente
- en stigning på en procent i det gennemsnitlige afkastkrav