

Rapport om Ejendomsforeninger i Danmark



Juni 2007

INVESTERINGS
FORENINGS RÅDET

Rapport om Ejendomsforeninger i Danmark

Executive summary

De danske investeringsforeninger ønsker at gøre det nemt for alle at investere i fast ejendom baseret på et princip om risikospredning.

Derfor foreslår branchen, at lovgivningen bliver ændret i næste folketingssamling, så der bliver adgang til at etablere ejendomsforeninger, som kan investere direkte eller indirekte i fast ejendom.

Ejendomsforeninger vil gøre det nemt for alle at opnå bedre afkastmuligheder og lavere risiko. En portefølje af fast ejendom går særdeles godt hånd i hånd med investeringer i aktier og obligationer. Investeringer i fast ejendom hører derfor til i enhver veldiversificeret investeringsportefølje.

Allerede i dag har mange private og institutionelle investorer et stort ønske om at investere direkte i fast ejendom. I dag er dette muligt via kommanditselskaber, børsnoterede ejendomsselskaber og uregulerede foreningstyper. Men der har i offentligheden været kritik af den manglende gennemsigtighed. Muligheden er desuden i praksis forbeholdt institutionelle investorer og meget velhavende privatpersoner. Ved at skabe lovhjemmel til at etablere ejendomsforeninger bliver der adgang for alle. Investorerne opnår desuden sikkerhed i form af risikospredning og en lovsikret investorbekyttelse.

En del andre europæiske lande har gennemført lovgivning, så alle kan deltage i ejendomsmarkedet via ejendomsforeninger. Det er meget populært for private - ikke mindst i Tyskland og England. EU skønner i Hvidbogen fra november 2006, at det samlede formuegrundlag i disse foreninger (open-ended) på europæisk plan er på 150 mia. euro. Det er mere end den samlede opsparing i de danske foreninger. Så investorinteressen er betydelig.

Der er nu udsigt til et EU-direktiv, som vil gøre det muligt at sælge disse produkter på tværs af landegrænser. Derfor haster det med at ændre loven. For det vil give danske udbydere mulighed for at opnå kritisk masse, inden en direktivændring fører til grænseoverskridende markedsføring fra andre lande. En lovændring vil også give større indflydelse på opsparingsformen og sikre danske arbejdspladser. Alternativet er, at arbejdspladserne bliver etableret i andre lande.

Kort og godt vil en ny lovgivning om danske ejendomsforeninger kunne give investorerne følgende fordele

- En reguleret investering i fast ejendom baseret på en gennemprøvet model
- God investorbekyttelse baseret på krav om åbenhed og gennemsigtighed
- Bedre risikospredning end ved direkte ejendomsinvestering på egen hånd

- Investering for mindre beløb – og dermed adgang for alle
- Bedre adgang til ejendomsmarkedet for lejere

Denne rapport

En arbejdsgruppe i InvesteringsForeningsRådet har udarbejdet denne rapport. Rapporten svarer bl.a. på følgende spørgsmål:

1. Hvad kan ejendomsforeninger bruges til i et samfundsmæssigt perspektiv?
2. Hvor udbredte er ejendomsforeninger i andre lande – og hvilket lovgrundlag gælder for de forskellige typer?
3. Hvordan kan den danske model for ejendomsforeninger se ud i praksis? Det omfatter f.eks.:
 - Hvilke investeringsregler og spredningskrav skal gælde?
 - Hvordan håndteres emissioner og indløsninger?
 - Hvordan gøres værdierne op – skal der f.eks. benyttes en ekstern valuar?
 - Hvordan sikres likviditet til at udbetale udbytter til medlemmerne og indløse beviser, når investor ønsker at sælge?
 - Skal ejendomsforeninger have adgang til at låne penge?
 - Hvilke typer af ejendomme må der investeres i?
 - Hvilke særlige regnskabsmæssige og skattemæssige forhold skal gælde for ejendomsforeninger?

Indholdsfortegnelse

1. Indledning

2. Ejendomme som investeringsaktiv

- a) Udviklingstendenser
- b) Fordele ved ejendomsinvestering
- c) Ejendomsmarkedets karakteristika
- d) Stabilt afkast
- e) Muligheder for eksponering mod ejendomsmarkedet
- f) Aktivklassens muligheder for at give diversifikationsgevinster
- g) Investeringsstrategier og kategorisering

3. Værdien af ejendomsforeninger set gennem investorernes og samfundets briller

- a) En bredere investorkreds på ejendomsmarkedet
- b) Øget fleksibilitet i ejendomsinvesteringer for boligejere og lejere
- c) Inflationssikret opsparing

4. Ejendomsforeninger i andre lande

- a) Ejendomsmarkedets størrelse
- b) Ejendomsforeninger i historisk perspektiv

5. Udbredelsen af REITs og ejendomsforeninger

- a) Udbredelsen af REITs
- b) Ejendomsforeninger i Europa

6. Lovstruktur for open-ended ejendomsforeninger i Tyskland

- a) Lovregler
- b) Branchestandarder i Tyskland

7. Dansk model for ejendomsforeninger

- a) Lovmæssige rammer
- b) Forslag til dansk model for ejendomsforeninger
- c) Sammenfatning af den danske model for ejendomsforeninger

Bilag 1: Ejendomme som aktivklasse – afkast og korrelationer med andre aktivklasser

Bilag 2: REITs – sammenligning af lovgrundlag

Bilag 3: Beskrivelse og sammenligning af struktur i 3 uregulerede ejendomsforeninger

Litteraturliste

1. Indledning

Ejendomsforeninger og -fonde har udviklet sig meget de seneste 20 år. De skandinaviske lande er imidlertid blandt de få lande i Europa, som hverken har etableret mulighed for regulerede ejendomsforeninger eller REITS.

Regeringen har i begyndelsen af 2007 fremlagt en målsætning om at gøre Danmark til verdens mest konkurrencedygtige økonomi inden 2015, og at det derfor er vigtigt, at den finansielle sektor har gode konkurrencedygtige rammevilkår. En forudsætning for at nå regeringens mål er, at den finansielle sektor er blandt de mest velfungerende og effektive i verden.

Det harmonerer ikke med, at Danmark i dag er et af de få lande i Europa uden en lovgivning for ejendomsforeninger. Ejendomsforeningerne er sandsynligvis på vej, da Europa-kommissionen har planer om, at de skal indføres som grænseoverskridende investeringsform i UCITS-direktivet for investeringsforeninger. Kommissionen har nedsat en ekspertgruppe, som skal komme med anbefalinger hertil.

Det er vigtigt, at danske investeringsforeninger får mulighed for at etablere ejendomsforeninger i god tid inden direktivets gennemførelse, hvis foreningerne skal have mulighed for at blive konkurrencedygtige i forhold til de allerede etablerede ejendomsforeninger i udlandet.

Et lovinitiativ vil derfor sikre, at Danmark ikke kommer længere bagud i forhold til den europæiske udvikling.

En stigende investorinteresse har betydet, at flere ejendomsselskaber i de senere år har etableret ejendomsforeninger, som ikke reguleres af Finanstilsynet. Det vil være en naturlig udvikling, at der åbnes for adgang til at etablere ejendomsforeninger med en sammenlignelig og lovreguleret struktur, således at investorbekyttelsen øges.

Derfor opfordrer InvesteringsForeningsRådet nu til at etablere lovrammer, som gør det muligt at etablere ejendomsforeninger i Danmark.

2. Ejendomme som investeringsaktiv

Den totale markedsværdi af de danske investeringsejendomme i DEI/IPD Dansk Ejendomsindeks var 89,9 mia. kr. ved udgangen af 2006. Det repræsenterer ca. 41 % af værdien af ejendomme ejet af finansielle institutioner og noterede ejendomsselskaber. Sammenlagt ejer disse investortyper investeringsejendomme for ca. 219 mia. kr.

Sadolin & Albæk har i en analyse fra 2002 estimeret, at omsætningen af ejendomme Danmark udgjorde ca. 7 % af markedsværdien. Til sammenligning var omsætningen af aktier godt 2/3 af markedsværdien. Omsætningen af obligationer var mere end dobbelt så høj som markedsværdien.

a. Udviklingstendenser

Ejendomsmarkedet (boliger, erhvervsejendomme mv.) er en meget stor aktivklasse, som ofte har stor indflydelse på de enkelte investorers økonomi. Derfor er det vigtigt, at investorerne har de rette muligheder for at eksponere sig mod ejendomsmarkedet og få en optimal risikospredning.

I dag er investeringsforeninger baseret på værdipapirer den foretrukne opsparingsform for private investorer, men også institutionelle investorer bruger i stigende grad investeringsforeninger til investering i værdipapirer. Tendensen til, at investorerne erstatter direkte investeringer med investeringer via fonde, ser vi nu også på ejendomsmarkedet. Det er en af årsagerne til den store vækst i den forvaltede formue i de internationale ejendomsforeninger.

En anden årsag er, at pensionskasser og andre institutionelle investorer er begyndt at få større fokus på ejendomme, og at de har en veldefineret strategi for ejendomsinvesteringerne. De vurderer i dag aktivklassen på lige fod med aktier og obligationer, når de skal sammensætte en veldiversificeret portefølje. Samtidig ønsker de at investere i flere lande eller globalt, eftersom investeringerne i de forskellige sektorer og lande har meget lav samvariation, hvilket fører til spredningsgevinster og lavere risiko

Kompetencer til at forvalte en global ejendomsportefølje er dyre og vanskelige at opbygge i eget regi. Institutionelle investorer med ønske om at investere i ejendomme i flere lande vælger derfor ofte at investere gennem REITs eller ejendomsforeninger for at få adgang til de nødvendige kompetencer og stordriftsfordele.

b. Fordele ved ejendomsinvestering

Ejendomme hører naturligt til i en portefølje på lige fod med aktier og obligationer. Fordele ved investering i ejendomme er veldokumenterede – og gælder for alle typer af investorer. Ved at investere i fast ejendom kan investor:

1. Reducere risikoen i sin samlede portefølje. Investeringer i fast ejendom reagerer anderledes end obligationer og aktier på forudsete og uforudsete hændelser.

2. Opnå et absolut afkast, som er konkurrencedygtigt med andre aktivklasser.
3. Sikre opsparingen mod inflationens udhuling af købekraften.
4. Opnå et godt og stabilt løbende udbytte.

De nævnte egenskaber betyder, at investering i ejendomme kan betragtes som en god, langsigtet investeringsform.

c. Ejendomsmarkedets karakteristika

Der har traditionelt været størst fokus på aktier og obligationer som investeringsaktiver. De har den største markedsværdi; de er ofte børsnoterede; de prisfastsættes løbende, og det er nemt at købe aktier og obligationer – også for mindre beløb. Modsætningsvis er det svært for mange både mindre og større investorer at investere på ejendomsmarkedet udover køb af egen bolig, bl.a. fordi det kræver megen kapital og ekspertise, som den enkelte investor ikke har mulighed for at fremskaffe.

Ejendomsmarkedet er karakteriseret ved:

- høje kapitalkrav
- krævende administration
- værdiansættelse kræver sagkyndig og uafhængig bistand
- høje transaktionsomkostninger
- stor risikokoncentration
- lav likviditet på ejendomsmarkedet
- kompliceret lovgivning
- høje krav til lokalkendskab
- ejendomme skal løbende vedligeholdes og moderniseres

Ovenstående karakteristika betyder, at det er meget svært for private, men også for institutionelle investorer m.v., at investere i ejendomme på egen hånd.

Mulighederne for at investere professionelt i ejendomme er derfor i praksis begrænsede for de fleste investorer. Investorerne på ejendomsmarkedet er derfor først og fremmest større pensionskasser, ejendomsselskaber samt formuende private investorer, der dog i reglen har investeret i forholdsvis få ejendomme.

Etablering af lovrammer for ejendomsforeninger vil give alle typer investorer nem adgang til at investere i forskellige typer ejendomme og investere både i Danmark og udlandet. Det vil kunne ske gennem én investering med indbygget risikospredning og løbende pleje.

d. Stabilt afkast

Ved investering i traditionelle ejendomme giver lejeindtægterne en løbende indtægt. Investering i fast ejendom kan således være nyttigt for investorer, som ønsker et stabilt udbytte. Det samlede afkast ved investering i fast ejendom består af det direkte afkast (lejeindtægter) og kapitalafkastet, som stammer fra værdiudviklingen på ejendomsporteføljen.

I forhold til aktier og obligationer kan det direkte afkast sammenlignes med udbytte og renter, og kapitalafkastet kan sammenlignes med kursstigninger på værdipapirer.

Ved investering i aktier og obligationer kan man vælge en mere risikobetonet investering og til gengæld forbedre sine muligheder for kursstigninger. Det samme gælder ved investering i fast ejendom, hvor man kan opnå et højere samlet afkast ved at acceptere en mere risikobetonet ejendomsportefølje, jf. afsnittet nedenfor om investeringsstrategier.

e. Muligheder for eksponering mod ejendomsmarkedet

I dag er der kun mulighed for at investere i ejendomme via direkte køb af bolig, køb af ejendomsaktier eller via investering i forskellige uregulerede tilbud.

Der er i dag følgende muligheder for at opnå eksponering mod ejendomsmarkedet:

- direkte investering i ejendomme
- investering i aktier udstedt af børsnoterede ejendomsaktieselskaber
- investering i investeringsforeninger med aktier i børsnoterede ejendomsselskaber og REITs (Real Estate Investment Trusts)
- investering i uregulerede ejendomsforeninger
- kommanditselskaber (K/S)
- investering i K/S-selskaber og ikke børsnoterede ejendomsaktieselskaber via erhvervsudviklingsforeninger

Ud over private investorer vil også mange institutionelle investorer kunne have nytte af regulerede ejendomsforeninger. Helt på lige fod med, at de institutionelle investorer i dag investerer i investeringsforeninger m.v., fordi det giver dem en enkel administration og en lettere rapportering af de samlede investeringer.

Mange institutionelle investorer investerer i dag kun direkte i områder, hvor de har opnået specialistviden, og bruger investeringsforeninger på øvrige områder. Ejendomsforeninger kan således også hjælpe større investorer til at opnå bedre afkast- og diversificeringsmuligheder.

Investering i børsnoterede ejendomsselskaber kan i perioder være en dyr vej til ejendomsmarkedet. Kurserne på selskaberne følger i stor udstrækning de generelle tendenser på aktiemarkedet jf. bilag 1. Kurserne på aktier udstedt af ejendomsselskaberne kan der-

for svinge meget i forhold til den generelle prisudvikling på ejendomsmarkedet. De giver derfor ikke investorerne den spredningsgevinst, som de kunne opnå ved direkte investering i ejendomme.

Investering i uregulerede ejendomsforeninger medfører, at investorerne i højere grad selv skal sætte sig ind i en række forhold. Det er ikke nødvendigt ved investering i regulerede foreninger. Dels fordi den enkelte investor kan stole på, at Finanstilsynet holder tilsyn med foreningen, dels fordi de regulerede foreninger meget lettere kan sammenlignes på væsentlige områder som omkostninger, afkast og struktur.

Kommanditselskaberne er i praksis ikke en mulig investeringsform for mange investorer. Her kræves som oftest ret store indskud, og også her kræves der en betydelig indsats hos den enkelte investor for at sætte sig ind i vedtægter, aftalegrundlag mv.

f. Aktivklassens muligheder for at give diversifikationsgevinster

Talrige internationale undersøgelser viser, at ejendomme som aktivklasse er god til at stabilisere afkastet i en portefølje med aktier og obligationer, da afkastet på ejendomme ikke svinger i samme takt som afkastet på aktier og obligationer. Dette betyder, at afkastet på ejendomme i nogle perioder vil være højere end afkastet på aktier og obligationer, og i andre perioder lavere. For investor betyder det, at afkastet samlet set bliver mere stabilt i de enkelte år.

Ejendommens evne til at give risikospredning belyses nærmere i bilag 1.

g. Investeringsstrategier og kategorisering

I takt med at der er kommet flere investeringsmuligheder i ejendomme, er markedet begyndt at kategorisere udbuddet af ejendomsforeninger efter deres investeringsstil.

De tre hoved-investeringsstile, som ejendomsforeninger inddeles i, er

1. Core-strategier
2. Value added-strategier
3. Opportunistiske strategier

ad 1) Core strategier

Afkastet består primært af et stabilt direkte afkast, og der er kun begrænsede forventninger om værdistigninger. Der investeres i ejendomme med lange lejekontrakter, og der er ingen eller få udviklingsprojekter. Belåning mellem 0 og 50 % af ejendommens værdi.

ad 2) Value added strategier

Afkastet er en kombination af direkte afkast og værdistigning. Der investeres i ejendomme med et aktivt management potentiale i form af genforhandlinger, renoveringer m.v. Medium til lange lejekontrakter. Belåning mellem 40 og 65 % af ejendommens værdi.

ad 3) Opportunistiske strategier

Afkastet består primært af værdistigning. Der investeres i problemfyldte ejendomme og eventuelt også i spekulative udviklingsprojekter. Ejendomme kan være beliggende i markeder, som er mere ineffektive og mindre institutionelt prægede. Belåning over 65 % af ejendommenes værdi.

Afkastpotentialet og de dertil hørende risici vil selvsagt være afhængig af foreningens investeringsstil.

3. Værdien af ejendomsforeninger – set gennem investorernes og samfundets briller

a. En bredere investorkreds på ejendomsmarkedet

Ejendomsinvesteringer (udover køb af egen bolig) har hidtil i praksis været forbeholdt institutionelle investorer og enkelte private investorer. I dag har de fleste investorer kun mulighed for at have optimal porteføljesammensætning inden for aktier og obligationer, såfremt de ønsker at investere enten på egen hånd eller gør det via en reguleret forening.

En effektiv model for investering i ejendomme vil sikre, at den samlede opsparing i samfundet allokeres på bedst mulig vis til gavn for samfundsudviklingen og den enkelte investor. Ydermere vil private investorer, fonde og små institutionelle investorer som nævnt få adgang til markedet for erhvervsjendomme i et omfang, de ikke har i dag.

b. Øget fleksibilitet i ejendomsinvesteringer for boligejere og lejere

Ejendomsforeninger vil give større fleksibilitet for den investor, der ønsker at tilpasse sin investering på ejendomsmarkedet. I dag kan personer, der allerede ejer en ejerbolig, kun øge eksponeringen mod ejendomsmarkedet ved at købe en større bolig eller evt. et sommerhus. Ved at øge sin investering på ejendomsmarkedet på denne måde presser man imidlertid sin privatøkonomi i de tilfælde, hvor investeringen lånefinansieres.

Investerer man i stedet på ejendomsmarkedet i mindre andele via investering i investeringsbeviser, behøver man ikke at øge risikoen gennem låneoptagelse, men får alligevel gradvist øget sin investeringsmæssige eksponering på ejendomsmarkedet. Dertil kommer, at lejere, der har planer om at blive boligejere, kan vælge at spare op til udbetalingen ved at købe beviser i ejendomsforeninger.

Investorerne vil yderligere få den fordel, at de får adgang til at investere i en veldiversificeret ejendomsportefølje frem for at investere i en enkelt eller få ejendomme uden tilstrækkelig risikospredning. Investering i en ejendomsforening reducerer risikoen, bl.a. fordi markedsudviklingen på boligejendomme og erhvervsjendomme som oftest er forskellige.

Priser på ejendomme svinger meget regionalt. Selv lokalt kan der være pludselige prisændringer, fx på grund af forurening, ændrede lokalplaner mv. Disse faktorer betyder, at boligejere kan have fordel af en bredere eksponering mod ejendomsmarkedet.

c. Inflationssikret opsparing

Ejendomme er god inflationssikret opsparing. Det skyldes bl.a., at en del af afkastet består af et forholdsvist stabilt direkte afkast, som primært består af pristalsregulerede lejeindtægter. I perioder med stigende inflation kan investor derfor stadig opnå tilfredsstillende ejendomsafkast. Mange investorer ønsker at inflationssikre opsparingen af forskellige årsager. I dag er det kun visse typer af obligationer, der sikrer afkastet mod inflation.

4. Ejendomsforeninger i andre lande

a. Ejendomsmarkedets størrelse

EPRA (European Public Real Estate Association) har estimeret, at det globale marked for investeringsejendomme er på 16 trillioner dollars, heraf 5,3 trillioner dollars i USA, eller ca. 1/3 af det globale marked. Japan er næststørst med USD 2 trillioner, efterfulgt af de større europæiske lande (2005). De 15 største lande i verden tegner sig for tilsammen 87 % af værdien af det globale ejendomsmarked.

Globalt anslås den gennemsnitlige eksponering mod investeringsejendomme at være på ca. 14 % af det globale investerbare marked for ejendomme, obligationer, aktier.¹ Ejendomme er således en meget stor aktivklasse med stor betydning for den samlede økonomiske udvikling i verden.

b. Ejendomsforeninger i historisk perspektiv

Ejendomsforeninger og – fonde har været udbredt i mange år i andre lande. Udbredelsen er sket ad to parallelle spor, nemlig som henholdsvis REITs, som har en selskabslignende struktur, og som foreninger/fonde, der normalt følger lovgivningen for opsparing i kollektive ordninger (som i Danmark er lov om investeringsforeninger og specialforeninger mv.)

Udviklingen af lovstrukturer for REITs og ejendomsforeninger tager fart i disse år af flere årsager. Ejendomme bliver af stadig flere betragtet som en vigtig aktivklasse på lige fod med aktier og obligationer. Derfor bliver det vigtigt med gennemsigtighed og en nem adgang for investorerne til ejendomsmarkedet. Dertil kommer, at flere lande har vurderet, at de vil gå glip af skatteindtægter, hvis det ikke bliver muligt at investere i en skatte-transparent model som i de omkringliggende lande. Nogle lande har indført attraktive skatteregler ved salg af ejendomme til REITs eller ved at omdanne eksisterende selskaber til en REITs-struktur.

Mange lande har indført både ejendomsforeninger og REITs, og de skandinaviske lande er nu blandt de få lande i Europa, som hverken har indført REITs eller ejendomsforeninger.

REITs

REITs-modellen er særlig kendt fra USA. Selskabet er skattefrit, mens investorerne er skattepligtige efter en transparent model, som ligner den udloddende model i de danske investeringsforeninger. Alle REITs har en forpligtelse til at udbetale ca. 90 % af årets overskud som udbytte.

Det første land i verden, der indførte REITs, var USA. Det skete i 1960, efter at en rapport til kongressen havde peget på følgende centrale fordel ved REITs-strukturen:

¹ UBS Global Asset Management, Global Real Estate Going Mainstream, 2005

”small investors can secure advantages normally only available to those with large resources”.

REITs har som oftest en fast stamkapital, som normalt ikke ændres, dvs. de er closed-ended. Det medfører, at prisen på andelene i en REIT, der som regel handles på en børs, opfører sig som – og påvirkes af – de samme faktorer som børsnoterede aktier. De svinger i takt med aktiemarkedet, og kursen kan variere en del i forhold til den indre værdi, som modsvarer værdien af den underliggende ejendomsportefølje.

REITs har efterfølgende bredt sig til store dele af verden. Holland indførte – som det første europæiske land - REITs i 1969. På det seneste har England indført REITs 1. januar 2007, mens REITs er vedtaget i Tyskland i foråret 2007. Italien forventes at følge trop senere på året.

Udbredelsen af REITs i flere af de europæiske lande er ofte sket af skattemæssige årsager. I England var investorerne i høj grad begyndt at investere kapitalen i udenlandske, skattefrie selskabskonstruktioner, som investerede i engelske ejendomme. På denne måde undgik investorerne at betale både indkomstskat og selskabsskat i England. I England kan et ejendomsselskab under visse betingelser omdanne sig til en REIT ved at betale en om-lægningsskat på 2 %, herefter slipper selskabet for selskabsbeskatning – også af urealiserede avancer på deres ejendomsportefølje.

Ejendomsforeninger

Ejendomsforeningerne – og fonde, REF (Real Estate Fund) er først og fremmest udbredt i Europa, både som closed-ended og open-ended. I Schweiz blev den første open-ended (OEREF, Open Ended Real Estate Funds) ejendomsforening etableret i 1938, og landet var et af de første lande til at indføre lovgivning for open-ended foreninger i 1967. I Tyskland blev de første open-ended ejendomsforeninger etableret i 1959.

I en open-ended model, hvor der er mulighed for at udstede og indløse nye andele i takt med investorinteressen, vil kursen næsten altid være tæt på den regnskabsmæssige indre værdi. Det betyder, at prisen på andelene udvikler sig på samme måde som en direkte ejendomsinvestering. Kursen vil derfor ligge tæt på den indre værdi, som modsvarer værdien af den underliggende ejendomsportefølje.

En open-ended model giver derfor en bedre risikospredning i forhold til obligationer og aktier end det er tilfældet for en REITs-model. En closed-ended ejendomsforening vil i mange henseender minde om en REIT.

De tyske open-ended ejendomsforeninger har langt den største markedsandel i Europa og har også inspireret til lovgivning i andre lande. Blandt årsagerne er, at der i praksis har været få problemer med de tyske foreninger, bortset fra en mindre krise i 2004-2005², hvor en del foreninger måtte lukke for indløsninger i en periode på grund af for store indløsningskrav. En del investorer ville indløse deres beviser på grund af spekulationer om, at de tyske vurderingsprincipper ikke tog tilstrækkelig højde for markedsudviklingen, og at den indre værdi ikke var korrekt. Forløbet fik den tyske brancheforening, BVI, til at

² ”Open-end real estate funds in Germany – genesis and crisis”, discussion paper, Deutsche Bundesbank,

udarbejde en række nye forpligtende branchestandarder, som har forbedret den tyske model.

I mange år har Tyskland været alene om at udbyde open-ended ejendomsforeninger, men i de senere år har flere lande også indført modellen. Østrig indførte modellen i 2004 og Frankrig begyndte i 2006. Senest har Tjekkiet i maj 2006 indført open-ended ejendomsforeninger baseret på inspiration fra den tyske model.

I henhold til EU Kommissionen er der nu regulerede open-ended ejendomsforeninger i næsten halvdelen af EU's medlemslande, hvilket er en af hovedårsagerne til, at EU nu er begyndt at overveje, om UCITS-direktivet (det europæiske direktiv for investeringsforeninger) også skal indeholde fælleseuropæisk regulering af ejendomsforeninger.

5. Udbredelsen af REITs og ejendomsforeninger

a. Udbredelsen af REITs

I USA er antallet af REITs vokset markant til flere end 1.000 i det seneste årti, og der forvaltes p.t. en ejendomsportefølje på 406 mia. kr.

I dag har flere end 25 lande indført REITs, og to af de største ejendomsmarkeder i Europa, nemlig England og Tyskland, er ved at indføre REITs.

Top 10 REITs lande med (målt ved ejendomsmarkedets størrelse)

<i>mia. euro</i>	Samlet værdi ejendomme	Total formue i noterede ejendoms-aktiver		REIT status indført år
		aktiver	markedsværdi % af samlet værdi	
USA	4.089	406	9,9 %	1960
Japan	1.545	90	5,8 %	2000
Tyskland	918	6	0,7 %	2007
England	887	49	5,5 %	2007
Frankrig	683	19	2,8 %	2003
Italien	574	5	0,9 %	2007 forventet
Spanien	351	14	4,0 %	afventer
Canada	347	23	6,6 %	1994
Hong Kong/Kina	318	57	17,9 %	2003
Australien	216	64	29,6 %	1971

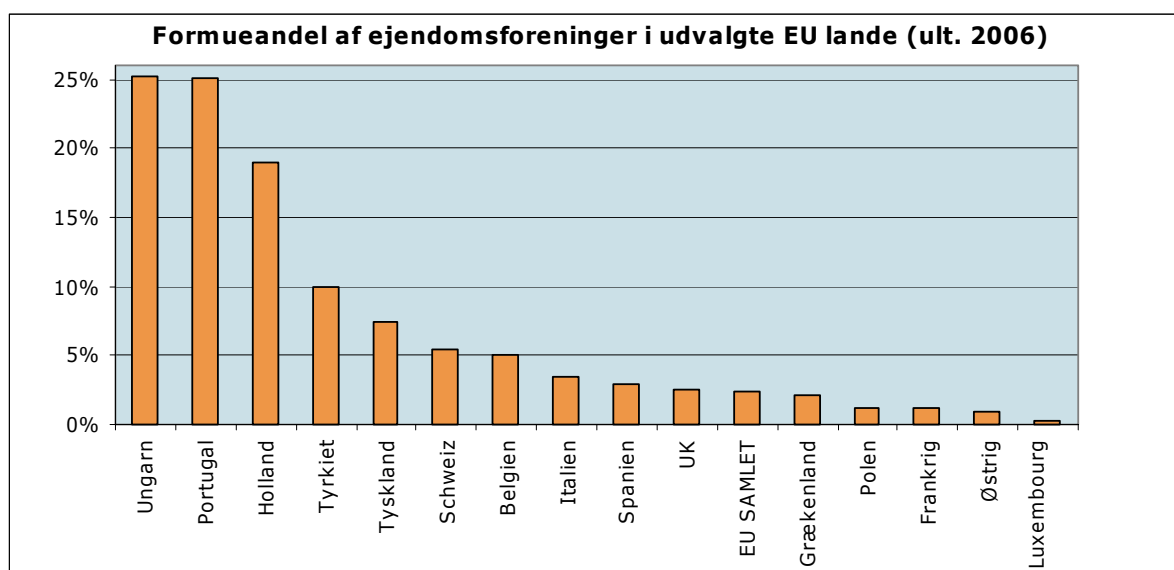
Kilde: The Institutional Real Estate Letter, April 2007

I bilag 2 har vi medtaget en oversigt over de vigtigste karakteristika for REITs i England, USA, Frankrig og Tyskland.

b. Ejendomsforeninger i Europa

Ved udgangen af 2006 var der i følge EFAMA³ 635 open-ended og closed-ended ejendomsforeninger i Europa (609 i EU) med en samlet formue på 188 mia. Euro (ca. 1.410 mia. DKR). Opsparingen i ejendomsforeninger udgør derved 2,5 % af det samlede investeringsforeningsmarked i Europa.

I Tyskland har ejendomsforeninger en markedsandel på 7,4 % af den forvaltede formue i foreningerne, mens den er på 25,5 % i Ungarn og 19 % i Holland.

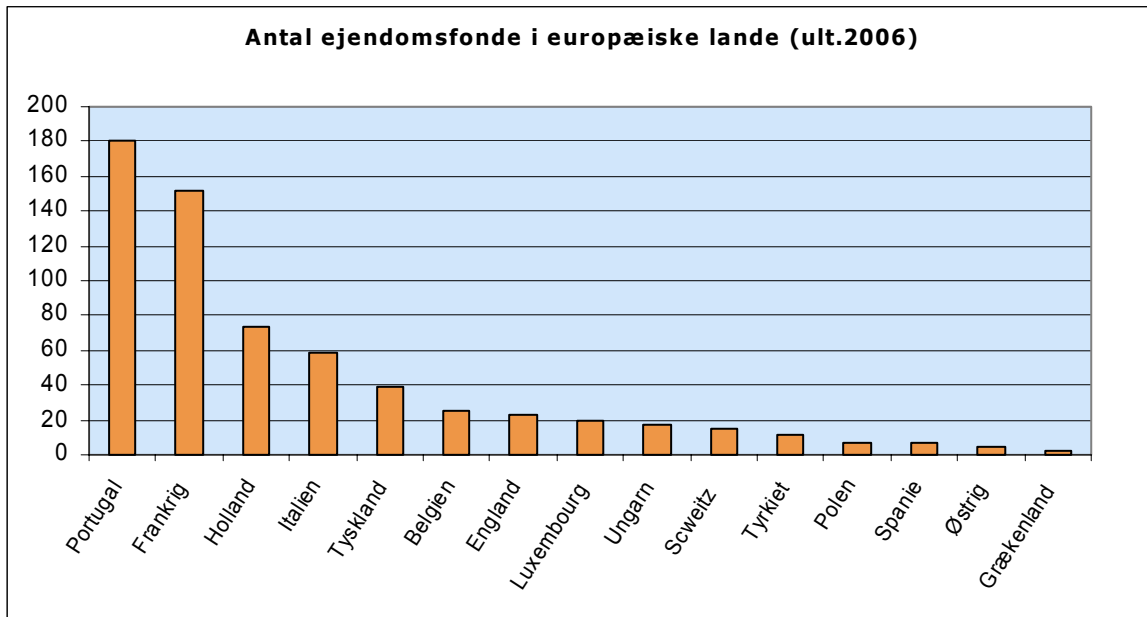


Kilde: EFAMA

Mere end halvdelen af de europæiske ejendomsforeninger er closed-ended, mens open-ended foreningerne har den største formueandel, nemlig 60 %.

Den gennemsnitlige formue i en europæisk ejendomsforening er på 2,2 mia. kr. Det svinger dog meget fra land til land.

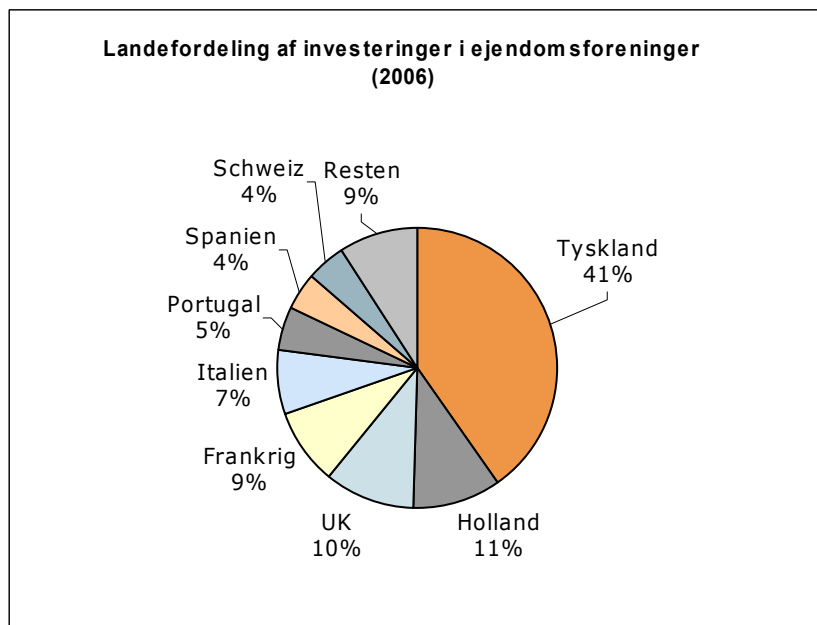
³ EFAMA er den europæiske brancheorganisation for investeringsforeninger (European Fund and Asset Management Association).



kilde: EFAMA

Portugal har med 181 flest ejendomsforeninger, efterfulgt af Frankrigs 152, Italiens 59 og Belgiens 25. Af de 23 lande, som indgår i EFAMAs oversigter, har kun syv lande ingen ejendomsforeninger. Det er Irland, Liechtenstein, Slovakiet samt alle de nordiske lande.

Alle de tyske og engelske ejendomsforeninger er open-ended, mens alle ejendomsforeninger i Italien, Grækenland og Tyrkiet er closed-ended.



Kilde: EFAMA

Formuen i de tyske ejendomsforeninger udgør 76 mia. Euro svarende til 41 % af det samlede europæiske marked. Herfra er der et stort spring til de næststørste markeder, som er England og Holland, der begge forvalter lidt over 19 mia. Euro, ca. 10 % i markedsandel.

For det største marked, Tyskland, kan nævnes, at ca. 2,5 mio. tyskere har investeret i ejendomsforeninger. De første tyske ejendomsforeninger startede i 1959, og formuen i de tyske detail ejendomsforeninger udgør 16,5 % af formuen på det samlede tyske detailmarked.

5. Lovstruktur for open-ended ejendomsforeninger i Tyskland

Da EU-kommissionen har bedt en ekspertgruppe om at se på open-ended ejendomsforeninger, må det antages, at en model for ejendomsforeninger i et nyt UCITS-direktiv vil blive open-ended. Årsagen er bl.a., at OEREF-strukturen eksisterer i næsten halvdelen af EU's 27 medlemslande.

Det er vanskeligt at forestille sig, at den velafprøvede model for de tyske ejendomsforeninger (OEREF), som forvalter næsten halvdelen af den samlede formue i de europæiske ejendomsforeninger, ikke vil kunne rummes i direktivet.

Vi har derfor i vores analyse valgt at se nærmere på den tyske open-ended model, som på alle væsentlige områder ligner strukturen i andre store lande som Frankrig og England.

a) Lovregler

De tyske OEREF reguleres af den tyske pendant til den danske lov om investeringsforeninger (LIS). Foreningerne administreres – ligesom i andre europæiske lande - af et investeringsforvaltningsselskab.

1) Investeringspolitik

Der er restriktioner i investeringspolitikken og placeringsreglerne med hensyn til:

- a) ejendomstyper
- b) ejendomsprojekter & ikke-færdigbyggede ejendomme
- c) spredningsregler
- d) låneadgang
- e) ikke-afdækkede valutakurspositioner

ad a) Placeringsregler

Det er tilladt at investere i boligejendomme, erhvervsejendomme og ejendomme med forskellige typer lejere, fx butik, bolig og kontor. Det er tilladt at investere op til 49 % af formuen indirekte i ejendomme ved investering i ejendomsselskaber, REITS mv.

ad b) Ikke-færdigbyggede ejendomme og ejendomsprojekter

En forening kan erhverve ikke-færdigbyggede ejendomme, såfremt ejendommen færdigbygges indenfor en rimelig frist og udgifterne ikke overstiger mere end 20 % af foreningens formue.

En forening kan deltage i ejendomsprojekter, forudsat at udgifterne til projektet ved projektets start ikke overstiger mere end 20 % af foreningens samlede formue.

ad c) Spredningsregler

Værdien af en enkelt ejendom eller aktie i porteføljen må maksimalt udgøre 15 % af foreningens formue.

ad d) Låneadgang

Der kan maksimalt optages langfristede lån på 50 % af værdien af foreningens portefølje. Derudover har foreningen mulighed for at optage kortfristede lån på 10 % af foreningens portefølje.

ad e) Ikke-afdækkede valutakurspositioner

Foreningen skal have en begrænset valutakursrisiko, således at højst 30 % af aktiverne må have en valutakursrisiko på udækket basis.

2) Værdiansættelse

Ejendommene værdiansættes af en uafhængig ekspertkomite ved erhvervelse af ejendommene og herefter sker det mindst en gang om året. Ekspertkomiteen består af mindst tre uafhængige medlemmer, som har særlig erfaring med at vurdere ejendomme..

3) Indløsning af beviserne

Investorerne har ret til at indløse beviserne til indre værdi.

Det giver særlige udfordringer at tilbyde daglige indløsninger, når midlerne skal hentes fra en portefølje, som primært består af illikvide aktiver som ejendomme. Derfor råder de tyske foreninger over en række værktøjer til at sikre indløsningsmuligheden. Ud over likviditetsreserven på 5 % har foreningen en midlertidig låneadgang, som kan anvendes, indtil ejendommene kan sælges. Ultimativt kan foreningen suspendere indløsninger i op til 2 år, såfremt foreningen ikke har tilstrækkelige likvide aktiver til at imødekomme indløsninger.

b) Branchestandarder i Tyskland

Den tyske brancheforening, BVI, vedtog i januar 2006 en række branchestandarder, som er yderligere krav udover lovgrundlaget. Standarderne vedrører:

- a) likviditetshåndtering
- b) værdiansættelse og
- c) transparens

Branchestandarderne er vedtaget for at forbedre den tyske model for ejendomsforeninger og er også fastsat ud fra en tysk forventning til kravene i et kommende EU-direktiv. De tyske ejendomsforeninger har som beskrevet ovenfor oplevet en kort periode, hvor ikke alle foreninger kunne imødekomme indløsningskrav, men det er branchens vurdering, at sandsynligheden for en gentagelse minimeres ved hjælp af de nye standarder.

i) Likviditetshåndtering

Såfremt en investor køber beviser for mere end 1 mio. Euro, skal forvaltningsselskabet straks adviseres. Hvis investor omvendt ønsker at indløse mere end 1 mio. Euro eller mere end 1 % af de samlede aktiver, kræves en varsling på 12 mdr.

Ejendomsforeningen skal til enhver tid have en likviditetsreserve på 10 % (lovkravet er 5 %).

Hvis likviditetsreserven som følge af nytegning stiger til 40 % af formuen, skal foreningen lukke for emissioner. Hensigten er at bevare investeringsprofilen.

Mindst 20 % af formuen skal investeres i REITs eller noterede ejendomsselskaber.

ii) Værdiansættelse

Det tyske finanstilsyn eller et andet neutralt organ skal fra en gruppe af eksperter udpege medlemmer til forvaltningsselskabernes ekspertkomiteer, som står for vurderingen af foreningernes ejendomme. Ingen ekspert må arbejde for samme forvaltningsselskab i mere end 5 sammenhængende år. Ejendomme skal værdifastsættes mindst en gang årligt. I detailforeninger skal værdifastsættelsen vurderes efter 6 måneder. Metoden til værdiansættelse skal dokumenteres, og der er specielle krav til værdifastsættelse af ejendomme i andre lande.

iii) Transparens

Værdien af de enkelte ejendomme samt investorstrukturen skal offentliggøres i årsrapporten for open-ended foreninger (i detailforeninger).

Hvis foreningen optager lån for mere end 40 % af aktivernes værdi, skal foreningen udsende meddelelse herom.

Der skal fremlægges information om typiske risikoforhold, såsom niveau for optagelse af lån, volatilitet, graden af deltagelse i projekter mv. Det skal ske i foreningens prospekt.

7. Dansk model for ejendomsforeninger

a) Lovmæssige rammer

Ejendomsforeninger kan organiseres som investeringsforeninger og hedgeforeninger og reguleres i ”lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.”.

Investeringsforeningerne er alle medlemsejede og administreres af et godkendt investeringsforvaltningsselskab. Det er naturligt, at ejendomsforeninger får den samme legale struktur som de øvrige investeringsforeningstyper, som i mange år har sikret danskerne mulighed for at investere i fællesskab på verdens værdipapirmarkeder.

Allerede i dag er der etableret medlemsejede ejendomsforeninger⁴, som alle har valgt en grundstruktur, som minder om en investeringsforening, men de er alligevel forskellige og uregulerede. Derfor skal de ikke opfylde krav til oplysningsforpligtigelser og graden af gennemsigtighed, som vil kunne medvirke til at gøre det mere betryggende for investorerne at investere i en ejendomsforening.

I bilag 3 beskrives og sammenlignes strukturen i tre af de uregulerede ejendomsforeninger på det danske marked.

Lov om investeringsforeninger m.v. (LIS) regulerer i dag flere forskellige foreningstyper, såsom investeringsforeninger, hedgeforeninger og erhvervsudviklingsforeninger. Her har hver foreningstype et kapitel med særregler. Loven indeholder allerede i dag bestemmelser om, hvordan man skal håndtere en afdeling med illikvide værdipapirer for at sikre investorerne i relation til værdiansættelse samt emissioner og indløsninger. Bestemmelserne kan i tilpasset form anvendes til ejendomsforeninger, da udfordringerne er de samme, uanset om der er tale om illikvide ejendomme eller illikvide værdipapirer.

Eksempler på bestemmelser i LIS, som regulerer forhold relevant for en ejendomsforening:

- i) I erhvervsudviklingsforeninger er der iflg. § 10, stk. 4 mulighed for i vedtægterne frit at fastsætte perioder, hvor afdelingen er åben for emissioner/indløsninger. Ejendomme er ligesom ikke-noterede selskaber kendetegnet ved en stor illikviditet, så problemstillingerne er parallelle.

En vigtig facet ved emissioner/indløsninger i erhvervsudviklingsforeninger er at der er muligheden for at vælge en foreningsstruktur uden løbende emissioner og indløsninger (closed-ended).

- ii) Det er iflg. LIS § 48, stk. 3 muligt at indføre bestemmelser i vedtægterne om udsættelse af indløsninger, hvis der fx ikke er likvide midler nok til at håndtere indløsningen. Udsættelsen skal anvendes til at realisere de illikvide aktiver. Indløsningsprisen vil så afspejle den markedsmæssige indre værdi efter et fak-

⁴ De uregulerede foreninger, som beskrives, er ”Foreningen fast ejendom”, ”Foreningen ei invest, european retail” og ”Foreningen Capinordic Europæiske ejendomme”.

tisk salg af aktiverne.

- iii) En investeringsforening har ifølge LIS § 43, stk. 1 mulighed for at optage kortfristede lån på højst 10 % af formuen for at indløse medlemsandele eller for at udnytte tegningsrettigheder. En ejendomsforening vil have behov for en lignende bestemmelse på grund af den høje andel af illikvide aktiver.

I det følgende beskriver vi en model for en dansk ejendomsforening, som kan indarbejdes i lov om investeringsforeninger og specialforeninger mv. (LIS).

b) Forslag til dansk model for ejendomsforeninger

1) Open-ended og closed-ended ejendomsforeninger

En ejendomsforening skal kunne vælge mellem at være åben for emissioner og indløsninger eller kun være åben i særlige perioder (open-ended eller closed-ended)

En closed-ended forening, som har en transparent beskatning af investorerne, kan i struktur sammenlignes med en REIT.

Closed-ended foreninger har aldrig eller sjældent åbent for emissioner og indløsninger, mens open-ended foreninger normalt har åbent for emissioner og indløsninger. Open-ended ejendomsforeninger har behov for en vifte af muligheder for at sikre, at foreningen kan imødekomme ønsker om indløsninger på en håndterbar måde, jf. nedenfor.

Det er ikke afklaret, om både open-ended og closed-ended ejendomsfonde fremadrettet bliver omfattet af UCITS, men det er ikke noget praktisk problem at indføre begge former i dansk lovgivning. Allerede i dag er både investeringsforeninger, specialforeninger og hedgeforeninger m.fl. omfattet af loven, selv om specialforeninger og hedgeforeninger ikke er omfattet af UCITS-direktivet.

Flere andre lande har både open-ended og closed-ended ejendomsforeninger i deres lovgivning, jf. figuren i afsnit 4 med antallet af ejendomsforeninger i de enkelte lande.

2) Mulighed for begrænsninger i emissioner og indløsninger

En open-ended ejendomsforening skal have forskellige værktøjer til at sikre, at investeringspolitikken kan fastholdes ved mange emissioner og indløsninger. En succesrig forening kan ”risikere”, at pengene strømmer ind i en højere takt end foreningen kan nå at investere i ejendomme. Det kan medføre, at investeringspolitikken udvandes på grund af en midlertidig stor kontantbeholdning.

Restriktioner - indløsninger:

Der skal være mulighed for midlertidigt at stoppe indløsninger, indtil man gennem ejendomssalg har skaffet likviditet til indløsningen. Det bør overvejes, hvor længe man maksimalt skal kunne stoppe for indløsningen.⁵

⁵ I Tyskland kan man stoppe for indløsning i 2 år.

Foreningen skal have mulighed for at fastslå i vedtægterne, at indløsninger kun kan foregå i bestemte perioder, fx pr. 30/6 og 31/12.

Foreningen skal have mulighed for i vedtægterne at bestemme, at indløsninger skal varsles med en vis frist, fx op til tre måneder. I praksis vil der være gode muligheder for løbende indløsninger uden frist ved en passende fordeling mellem likvide og illikvide aktiver i porteføljen.

Restriktioner emissioner:

Foreningen skal have mulighed for at fastslå i vedtægterne, at emissioner kun kan foregå i bestemte perioder.

Foreningen skal have mulighed for at stoppe emissioner, når kontantbeholdningen overstiger en vedtægtsmæssigt fastsat %-del af formuen.

3) Mulighed for optagelse af lån

Foreningen skal have mulighed for at optage lån (mod pant i de erhvervede ejendomme) på samme vilkår som andre investorer på ejendomsmarkedet, dvs. optage realkreditlån indenfor de sædvanlige belåningsgrænser.

Der skal derudover være mulighed for at optage midlertidige lån inden for en fastsat grænse til finansiering af indløsninger, indtil likvide midler er fremskaffet ved ejendomsalg.

4) Aktiver, som ejendomsforeningen skal kunne investere i

De relevante aktiver for en ejendomsforening kan opdeles i 3 grupper, nemlig 1) illikvide ejendomsaktiver, 2) likvide ejendomsaktiver og 3) andre aktiver

1) Illikvide ejendomsaktiver

- Direkte investeringer i ejendomme
- Projekter og del-projekter (et delprojekt er f.eks. en tilbygning).
- Unoterede ejendomsfonde & unoterede REITs

2) Likvide ejendomsaktiver

- Noterede REITs
- Aktier i ejendomsselskaber
- Derivater
- Noterede open-ended ejendomsforeninger

3) Andre aktiver

- Kontanter
- Obligationer
- Kommanditselskaber (foreningen kan deltage som kommanditist)

Det er vigtigt, at ejendomsforeninger har liberale placeringsregler, som afspejler vilkårene på ejendomsmarkedet og er parallelle med de regulerede ejendomsforeninger og REITs i Europa. Alle typer ejendomsforeninger skal kunne investere i del-projekter, såsom ombygninger, forbedringer, tilbygninger o.l. på de ejendomme, som foreningen ejer.

5) Spredningskrav og placeringsregler

Det er vigtigt, at den danske model for ejendomsforeninger får liberale placeringsregler baseret på et princip om optimal risikospredning.

Der bør således være reel mulighed for, at de danske udbydere kan udbyde ejendomsforeninger med de forskellige investeringsstile⁶, der adskiller sig ved deres afkastpotentiale og risici.

6) Værdifastsættelse, samt indre værdi beregning, hvor ofte og hvordan

Porteføljen af ejendomme bør vurderes løbende, eksempelvis af uafhængige valuarer, som udskiftes med passende mellemrum. Hvis f.eks. en del af porteføljen vurderes hver måned vil der være en glidende værdiudvikling og ikke en stor ændring i indre værdi en gang om året. Det har stor betydning i de ejendomsforeninger, som er åbne for emission og indløsning hele tiden.

Den indre værdi skal som minimum beregnes månedligt.

Der kan være behov for mere liberale værdifastsættelsesprincipper for closed-ended afdelinger, især hvis de henvender sig til få, professionelle investorer.

Under alle omstændigheder skal værdiansættelsesprincippet være nøje beskrevet i tegningsprospektet.

7) Investeringsregler ved foreningens start

Det tager lang tid at udvælge de rigtige ejendomme, når man etablerer en ejendomsforening.

En investeringsforening har en frist på 30 dage til at anbringe formuen efter etablering. Det vurderes, at denne frist er for kort til en ejendomsforening. En ejendomsforening skal bringe sig i overensstemmelse med foreningens vedtagne investeringspolitik senest 12 måneder efter etablering.

⁶ Se afsnit 2g

8) Likviditetsstyring

Likviditetsstyringen er meget vigtig på grund af den store andel af illikvide aktiver. Ud over muligheden for at begrænse emissioner og indløsninger skal foreningen opretholde en likviditetsreserve på en vis %-del af formuens størrelse.

9) Lejemål

En ejendomsforening skal have samme muligheder for at aktivere en ejendomsportefølje som andre ejendomsinvestorer.

Det medfører bl.a., at der både skal være mulighed for sædvanlige lejemål og for at udleje i leasingform.

10) Skattemæssige forhold

Det kendte transparensprincip fra investeringsforeningerne og REITs bør også anvendes for ejendomsforeninger. Det betyder bl.a., at man i lighed med andre investeringsforeninger skal kunne vælge at opnå transparensen ved at udbetale et årligt udbytte, som består af det afkast, der er skattepligtigt hos de private investorer ved en direkte investering. I den forbindelse skal det klarlægges, hvad der skal indgå i minimumsudlodningen i henhold til ligningslovens § 16c. Det skal i den forbindelse sikres, at udlodningsreglerne er konkurrencedygtige med reglerne for REITs, som typisk skal udlodde 90 % af indkomsten.

Udgangspunktet bør være, at foreningen i skattemæssig henseende skal være konkurrencedygtig med privates direkte investeringer og med investeringer via ejendomsaktieselskaber. Det gælder også med hensyn til behandling af afskrivninger.

Der skal fastsættes en transparent model for beskatningen af avancer, samt beskatningen af udbytte fra driften.

11) Transparens i placeringsregler

Det skal sikres, at investeringer i ejendomsforeninger bliver behandlet på samme måde som den direkte investering for livsforsikringsselskaber, pensionskasser og andre investorer, når de skal opgøre størrelsen af den krævede kapitaldækning.

Hvis investering i ejendomsforeninger ikke behandles på samme måde som en direkte ejendomsinvestering, vil nogle institutionelle investorer i stedet vælge at investere på egen hånd til skade for afkastpotentialet og risikospredningen.

12) Børsmæssige udfordringer med prissætning

Der er ingen specielle børsmæssige udfordringer med kursfastsættelse af en ejendomsforening, såfremt der sker en løbende vurdering af ejendomme i porteføljen. Dette opnås ved, at foreningen løbende skal justere afdelingens indre værdi i takt med markedsudviklingen.

Det vil være naturligt og værdiskabende for investorerne at børsnotere open-ended ejendomsforeninger på InvesteringsForeningsBørsen (IFX).

13) Transparens og gennemsigtighed

Åben information vil medvirke til at give tillid til foreningen.

Det er vigtigt, at ejendomsforeningen løbende offentliggør porteføljen af ejendomme og den markedsværdi, som ejendommene er vurderet til. Dette vil medvirke til at imødegå store indløsningskrav, fx på grund af usikkerhed om porteføljens værdi.

Desuden er det vigtigt, at investorerne får klar information om, hvilken investeringsstrategi, som anvendes i den enkelte ejendomsforening. Det skaber tryghed hos investorerne og giver dem mulighed for at vurdere afkast og risiko.

14) Depotbank, forvaltning og management aftaler

En ejendomsforening skal have en depotbank, der sørger for emission og indløsning.

Desuden skal et investeringsforvaltningsselskab have adgang til at administrere og forvalte ejendomme. Og endelig skal foreningerne kunne indgå management aftaler med udbydere af ejendomsforvaltning og -administration om forvaltning og/eller praktisk drift af ejendommene, så foreningerne kan koncentrere sig om investeringspolitik og risikostyring.

15) Andelsklasser

Andelsklasser er kendt i de fleste europæiske lande og indebærer, at flere investorgrupper med forskellige præferencer kan investere i samme forening med kun én portefølje.

En indførelse af andelsklasser for danske investeringsforeninger mv. vil gøre det nemmere at drive ejendomsforeninger i praksis, eksempelvis på grund af de højere krav til likviditet, evt. varslet indløsning mv.

Andelsklasser vil bl.a. gøre det muligt at inddele investorerne i grupper. Institutionelle investorer, som investerer store beløb, kan deltage i en andelsklasse med krav om varsling af indløsningen, mens private investorer kan deltage i en anden klasse med mere lempelige vilkår, fordi der er tale om mindre beløb. Det vil i praksis betyde, at foreningen får lettere ved at håndtere likviditetsstyringen og fastholde en investering med en højere eksponering mod ejendomme. Det vil være en fordel for alle investorer i ejendomsforeningen.

c. Sammenfatning af den danske model for ejendomsforeninger

Den foreslåede danske model har karakteristika fra både den open-ended ejendomsforeningsmodel og fra REITs-modellen, først og fremmest pga. den transparente beskatning i de danske foreninger og den danske tradition for at børsnotere investeringsbeviser.

Muligheden for at notere de danske ejendomsforeninger på InvesteringsForeningsBørsen (IFX) gør den danske model unik, fordi den indeholder de bedste elementer fra både OEREF og REITs. Den danske tradition for at handle investeringsbeviser på en markedsplads, gør det i øvrigt mindre påkrævet at indføre en decideret REITs-model, som jo i realiteten blot er en closed-ended ejendomsforening.

	REITs	Open-ended ejendomsforeninger noteret på IFX	Open-ended ejendomsforeninger
Løbende emission og indløsning	nej	ja	ja
Handel af beviser på et sekundært marked	ja	ja	nej
Kurs tæt på indre værdi	nej	ja	ja

Bilag I: Ejendomme som aktivklasse - afkast og korrelationer med andre aktiver

Investeringsafkastet fra ejendomme er kendetegnet ved at være lavt korreleret med aktier og obligationer og samtidig være forholdsvis stabilt med et højt, løbende udbytte.

Korrelationer med andre aktivklasser over en lang periode

For at vurdere ejendomsafkastet og den tilhørende risiko over en tilstrækkelig lang periode vises resultatet af en undersøgelse af årlige data på det engelske ejendomsmarked, hvor totalafkastet af ejendomsinvesteringer er registreret over en 34-årig periode fra 1971-2004. I denne lange periode indgår økonomiske hændelser såsom oliekrisen i begyndelsen af 1970'erne og krisen på ejendomsmarkedet i begyndelsen af 1990'erne.

Korrelation, aktier, obligationer og ejendomme i England, 1971-2004

	Aktier	Obligationer	Ejendomme
Aktier	1,00		
Obligationer	0,63	1,00	
Ejendomme	0,19	0,05	1,00

Kilde: Sparinvest Property Fund K/S

Korrelationerne er beregnet på baggrund af årlige totalafkast baseret på følgende indeks:

Aktier: FTSE All Share Index, obligationer: FTSE UK Gilts All stocks (vægtet gennemsnit af alle løbetider) og ejendomme IPD UK All Property Total Return.

Der er en korrelation mellem ejendomme og aktier på 0,19 og mellem ejendomme og obligationer på 0,05, hvilket vil sige, at investor kan opnå en høj diversifikationsgevinst ved at tilføje ejendomme til en portefølje af aktier og obligationer.

Afkast og korrelationer af ejendomsfonde med andre typer fonde

Morningstar, som er et uafhængigt analysebureau for investeringsforeninger, har for IFR udarbejdet en oversigt over afkastudviklingen og risikoen i europæiske ejendomsforeninger og REITs med direkte og indirekte ejendomsinvesteringer i forhold til foreninger med investering i aktier og obligationer. Nedenfor er vist statistik for afkastudviklingen i gennemsnit i danske kroner for foreninger i fire forskellige Morningstar kategorier.

Foreninger med direkte ejendomsinvesteringer har givet et særdeles stabilt afkast, der er konkurrencedygtigt med foreninger med brede aktie- og obligationsinvesteringer. Foreninger med aktier i ejendomsselskaber og REITs (indirekte ejendomsinvestering) har generelt givet betydeligt bedre afkast, specielt i de senere år, men de har også haft større volatilitet i afkastet.

Afkastet og standardafvigelse i Morningstar Kategorier pr. 31/3 2007

Morningstar Kategori	Afkast				Standardafvigelse (risiko)		
	1 år	3 år	5 år	10 år	3 år	5 år	10 år
EUR Stat - Obligationer	0,87	2,09	3,98	4,22	2,31	2,63	2,66
Globale Large Cap Blend - Aktier	4,00	10,97	1,52	5,03	8,56	13,33	15,96
Ejendomme, direkte (foreninger, fonde mv.)	7,41	5,62	4,74	5,25	1,23	1,40	1,55
Ejendomme, indirekte - aktier (ejendoms-selskaber & REITs)	21,68	27,58	20,64	15,50	9,48	10,21	10,09

Foreninger med direkte ejendomsinvesteringer har givet et årligt afkast de seneste 3 år på 5,62 % - altså mere end dobbelt så meget som europæiske statsobligationer, men mindre end globale aktier. Standardafvigelsen har været meget lav, både på 3, 5 og 10 år sigt.

De indirekte ejendomsforeninger, som primært omfatter børsnoterede ejendomsselskaber og REITs, har haft væsentligt højere afkast, men også væsentligt større standardafvigelse i afkastet. Forskellen mellem afkast og standardafvigelsen mellem de direkte og indirekte ejendomsinvesteringer kan skyldes, at de indirekte investeringer ikke i så høj grad har mulighed for at tilpasse mængden af aktier efter investorinteressen, mens ejendomsforeninger har mulighed for at åbne for emission, når investorinteressen er stor, som den har været de senere år.

Afkastet i Morningstar Kategorier de enkelte kalenderår

	Morningstar Kategori			
	EUR Stat - Obligationer	Globale Large Cap Blend - aktier	Ejendomme, direkte	Ejendomme, indirekte - aktier & REITs
2006	-0,79	8,31	7,97	33,75
2005	3,97	25,09	7,86	25,92
2004	5,46	5,03	5,84	29,68
2003	3,41	10,99	3,27	18,55
2002	7,56	-31,63	4,81	-1,78
2001	4,72	-15,59	6,12	1,08
2000	6,11	-6,74	8,08	14,37
1999	-2,86	48,66	5,03	13,89
1998	9,69	12,64	5,23	7,45

Korrelationer mellem afkastet i Morningstar Kategorier de seneste 5 år

	EUR Stat - Obligationer	Globale Large Cap Blend - Aktier	Ejendomme Direkte	Ejendomme Indirekte - Aktier & REITs
EUR Stat - Obligationer	1,00			
Globale Large Cap Blend - Aktier	-0,44	1,00		
Ejendomme, Direkte	-0,04	-0,06	1,00	
Ejendomme, Indirekte - Aktier & REITs	-0,12	0,74	0,07	1,00

Set over de seneste fem år (ultimo marts 2007) har de direkte ejendomsforeninger stort set været ukorrelerede med obligationsforeninger, brede aktieforeninger, men også indirekte ejendomsforeninger.

De indirekte ejendomsforeninger har derimod været relativt tæt korrelerede med globale aktieforeninger. Denne høje korrelation med aktiemarkedet er også et kendt fænomen hos REITs, som er closed-ended. Her følger kursudviklingen store træk udviklingen på det generelle aktiemarked.

Forklaring til Morningstar Kategorierne

Ejendomme direkte

Sector equity real estate funds have the legal status of an investment fund, and directly invest in and/or manage real estate (i.e. they directly own or manage "bricks and mortar" property). At least 50% of the total assets are invested directly in real estate properties.

Ejendomme indirekte

Sector Equity Real Estate Indirect funds invest primarily in the securities of real-estate companies, including those of real-estate trusts (REITs). They do not invest significant amounts directly in "bricks and mortar". Some funds concentrate on a certain segment of the real estate market, such as companies or trusts that own office buildings or residential properties. These funds invest at least 75% of total assets in equities, and invest at least 50% of equity assets in real-estate securities.

EUR Stat – Obligationer

Euro Government Bond funds invest primarily in government or government-backed agency securities denominated or hedged into the relevant currency.

Global Large-Cap Blend Equity

Global Large-cap growth equity funds invest primarily in the equities of large-cap companies from around the globe. Most of these funds divide their assets among many developed markets and invest at least 20% of equity assets in North America and 15% in Greater Europe. Equities in the top 70% of the capitalisation of each of the seven regional Morningstar style zones are defined as large-cap (the style zones are Europe, U.S., Canada, Latin America, Japan, Asia ex-Japan, and Australia/New Zealand –please see the Morningstar Style Box Methodology for further information). The blend style is assigned to funds where neither growth nor value characteristics predominate. At least 75% of total assets are invested in equities.

Bilag II – REITs, sammenligning af lovgrundlag

	England	USA	Tyskland	Frankrig
Placeringsregler	Mindst 75 % i udlejnings-ejendomme	Mindst 75 % i udlejnings-ejendomme	Mindst 75 % i udlejnings-ejendomme (undtagen lejlig-heder opført før 2007)	Hovedaktiviteten skal være køb eller opførelse af ejendomme til udlejningsformål og/eller direkte eller indirekte ejerskab af aktier i selskaber med samme formål.
Spredningsregler	En ejendom må højst have en værdi på 40 % af den samlede formue Mindst 3 udlejnings-ejendomme	Mindst 75 % af bruttoindtægten skal stamme fra ejendomsrelaterede indtægter		
Mulighed for projekt-deltagelse	Ja	Ja		Ja
Noteringskrav	Ja	Nej	Ja	Ja
Skatte-transparent	Ja	Ja	Ja	Ja
Udlodningsregler	Mindst 90 % af den skattepligtige indkomst (netto)	Mindst 90 % af den skattepligtige indkomst	Mindst 90 % af nettoindkomsten.	Mindst 85 % af lejeindtægter Mindst 50 % af kapitalgevinsterne ved salg af ejendomme eller ejendomsaktier
Belåningsgrænse		Ingen grænse	60 %	Ingen grænse
Closed-ended	Ja	Ja		Ja

**Bilag III:
Beskrivelse af tre medlemsejede ejendomsforeninger i Danmark,
- baseret på prospekter, vedtægter og årsrapporter**

	Foreningen Fast ejendom, Dansk Ejendomsportefølge f.m.b.a.	Foreningen ei invest - european retail	Foreningen Capinordic - Europæiske ejendomme
Grundstruktur	Samme grundstruktur som investeringsforening	Samme grundstruktur som investeringsforening	Samme grundstruktur som investeringsforening
Lovgrundlag	Forening, registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Børsnotering efter regler, der gælder for LIS-regulerede foreninger.	Forening, registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Børsnotering efter regler, der gælder for LIS-regulerede foreninger. Lov om værdipapirhandel	Forening, registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Børsnotering efter regler, der gælder for LIS-regulerede foreninger.
Formål	Gennem datterselskaber at investere i erhvervs- og boligejendomme ved køb, eje, udlejning og salg af sådanne ejendomme	Enten selv eller via kontrolrede selskaber at erhverve fast ejendom i Europa med henblik på udlejning indenfor retailområdet.	At investere i ejendomme i Europa ved køb, drift samt efterfølgende salg sådanne ejendomme.
Investeringsprofil	Investere i danske ejendomme, hvor der er et gunstigt forhold mellem det forventede afkast og den tilknyttede risiko. Som udgangspunkt kun i erhvervs- og boligejendomme i byer med mindst 30.000 indbyggere.	Bredt sammensat portefølje, som giver stabilt afkast. Primære fokus er shopping centre og retail parks.	Som udgangspunkt investering i ejendomme i europæiske byer med mere end 100.000 indbyggere, herunder fastlagte kriterier mht. antal lejemål, historisk lejefluktuations, start-afkast, max tomgang mv.
Investering ved foreningens etablering		Provenu skal investeres i ejendomme indenfor 12 mdr., indtil da kan den frie likviditet placeres i danske statsobligationer med kort løbetid	
Gearing/ Låneoptagelse	Lån max 70 % af balancen, kan dog i en 12-mdr.s periode udvides til 75 % til finansiering af indløsning. Herudover i en 12-mdr.'s periode udvides til 80 %, hvis en nedsættelse af vurderingerne betyder, at lånegrænsen overskrides. Lån kan optages som realkreditlån og banklån.	Lån som udgangspunkt 60-65 % af balancen. Låneoptagelse op til 80 % af balancen	Som udgangspunkt vil der optages lån til mere end 60% fremmedfinansiering, men oftest op til 75-85 % af en ejendoms samlede købesum, men kan i særlige tilfælde optage fremmedfinansiering, der overstiger 90 % af ejendommens værdi.

<p>Værdiansættelse ejendomme</p>	<p>Værdiansættelse månedligt til dagsværdi efter DCF-metoden., efter regler fastlagt af Dansk Ejendomsindex og Finanstilsynet.</p> <p>Værdiansættelsen sker efter den enkelte ejendoms likviditets-strømme, kontraktforhold, markedsudviklingen, herunder gældende afkastkrav korrigeret for inflation, og under indtryk af de eksterne vurderinger af foreningens øvrige ejendomme.</p> <p>Ca. 1/3 af ejendomsporteføljen vurderes årligt af eksterne valuarer, som er et eksternt og anerkendt ejendoms-mæglerfirma.</p>	<p>Dagsværdien af de erhvervede ejendomme anvendes ved første indregning ejendommens kostpris med tillæg af omkostninger forbundet med erhvervelse. Efterfølgende opgøres dagsværdien efter en afkastbaseret metode på grundlag af ejendommens driftsafkast og et markedsbaseret krav til startforretning med tillæg af købsomkostninger, som afskrives maksimalt over 5 år. Foreningen modtager, fra lokale ejendomsrådgivere og andre ejendomsfagfolk, årlige vurderinger og løbende opdateringer af disse vedrørende kravet til startforretning for de enkelte erhvervede ejendomme. Resultatet af disse vurderinger og opdateringer vil blive indarbejdet i førstkomende opgørelse af indre værdi for foreningen. Derudover kan foreningen rekvirere yderligere vurderinger, såfremt dette skønnes nødvendigt.</p>	<p>Ejendomme optages i regnskaberne til aktuel markedsværdi og værdien af hver enkelt ejendom skal derfor vurderes i forbindelse med regnskabsaflæggelsen.</p> <p>Til understøttelse og sikring af den interne værdiansættelse, der følger af den anvendte regnskabspraksis, vil Capree lade ejendommene vurdere af eksterne vurderingsmænd, således at mellem 25-50 % af porteføljen hvert år bliver vurderet. Udvalgelsen sker på baggrund af ejendommens anciennitet i porteføljen. På den måde vil samtlige ejendomme over en 2-4 års periode blive vurderet af et eksternt og anerkendt ejendomsrådgiverfirma.</p> <p>Såfremt disse ejendomme ikke allerede er indeholdt i den del af porteføljen, der jf. ovenfor – vurderes eksternt, vil der årligt blive foretaget eksterne vurderinger af de 5 største besiddelser samt de 5 største besiddelser i det land, der udgør den største andel af porteføljen.</p>
<p>Indre værdi</p>	<p>Indre værdi oplyses dagligt til OMX.</p> <p>Opgørelse efter principper, som vedtages på foreningens generalforsamling.</p>	<p>Beregnes månedligt og offentliggøres senest 7 børsdage efter.</p> <p>Opgørelse efter principper, som vedtages på foreningens generalforsamling.</p> <p>Ejendomsinvest vurderer i forbindelse med beregningen af de indre værdi om de faktorer, der indgår i værdiansættelsen af de enkelte ejendomme i form af forrentningsfaktorer og lejeindtægter, på beregningstidspunktet, er henholdsvis rimelige og korrekte. Ved opgørelsen af den indre værdi medregnes det forventede resultat efter skat af driften sidste den sidste af foreningen godkendt årsrapport til og med månedens udgang.</p>	<p>Beregnes minimum månedligt og oplyses på OMX.</p> <p>Beregnes efter principper, der til enhver tid fastsættes af bestyrelsen</p>

Admini- stration	Administrationselskab (Cura Management A/S)	Administrationselskab (I/S Ejendomsinvest)	Administrationselskab Capinordic Property Management A/S
Notering	Noteret på OMX	Noteret på OMX	Noteret på OMX
Registrering/ afvikling	Værdipapircentralen	Værdipapircentralen	Værdipapircentralen.
Udbud/ tegning /prospektregler	Efter prospektregler fra Københavns Fondsbørs	Efter prospektregler fra Københavns Fondsbørs	Efter prospektregler fra Københavns Fondsbørs
Udlodning	Minimumsudlodning i hen- hold til LL §16 C.	Minimumsudlodning i hen- hold til LL §16 C.	Der udbetales udbytte
Beskatning	Som udloddende investe- ringsforening	Som udloddende investe- ringsforening	Skattemæssigt etableret som akkumulerende for- ening.
Investorer ul- timo 2006	Fonden Realdania: 9,96% Finanssektorens Pensions- kasse: 9,84%		
Formue, mind- stekrav	Min. 150 mio. kr. Kan være mindre ved udlodning.	Min. 100 mio. kr. Kan være mindre ved udlodning	Min. 100 mio. kr.
Likviditet og handel	Bestyrelsen er berettiget til at indføre market maker aftale.	Market maker aftale i hen- hold til vedtægter	Market maker aftale (GP Børsmæglerselskab).

Emission	<p>Emission mod betaling af emissionspris sker efter bestyrelsens beslutning.</p> <p>Max emissionspris fremgår ikke.</p>	<p>ei invest kan løbende udstede nye beviser til emissionspris. Nye udstedelser vil generelt være betinget af, at bestyrelsen har en forventning om at kunne anvende de nye modtagne midler i overensstemmelse med ei invests formål.</p> <p>Max emissionspris fremgår ikke.</p>	<p>Der er løbende emission med et emissionstillæg på 3,75 % til indre værdi.</p>
Indløsning	<p>Max 5 % indløsningsfradrag</p> <p>Bestyrelsen kan udsætte begæret indløsning, såfremt der ikke er likviditet hertil, eller der indenfor kort tid vil blive problemer med at opretholde minimumskapitalen. Såfremt der ikke kan indløses i 12 mdr. skal foreningen træde i likvidation.</p>	<p>Max 5 % indløsningsfradrag</p> <p>Bestyrelsen kan udsætte begæret indløsning, såfremt der ikke er likviditet hertil, eller der indenfor kort tid vil blive problemer med at opretholde minimumskapitalen eller hvis bestyrelsen skønner, at der midlertidigt ikke kan opgøres en forsvarlig indløsningskurs. Såfremt der ikke kan indløses i 6 mdr. skal foreningen træde i likvidation.</p>	<p>Max 2,5 % indløsningsfradrag</p> <p>Der er mulighed for indløsning indtil d. 15. i måneden efter udgangen af et kvartal, dog kun gældende for de medlemmer, der i det forgangne kvartal har fremsat krav om indløsning.</p> <p>Bestyrelsen kan udsætte indløsning, såfremt foreningen ikke har tilstrækkelig likviditet, eller hvis bestyrelsen skønner, at der med baggrund i markedsmæssige forhold ikke kan opgøres en forsvarlig indløsningspris.</p> <p>Såfremt foreningen over en periode på 12 mdr. ikke kan indløse, skal foreningen træde i likvidation.</p>
Hjemmeside	www.fastejendom.dk	www.eiinvest.dk	www.capee.dk

Litteraturliste

- A new route up the property ladder, London Stock Exchange, 2006
- BVI Invest-Information: Enhancements of Open-Ended Real Estate Funds Package of measures put forward by the German Investment and Asset Management Association (BVI), januar 2006
- DEI /IPD Dansk Ejendomsindeks 2006
- EFAMA, Trends in European Investment Funds, 4th edition, 2006
- EFAMA, Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2006, Quarterly Statistical Release, marts 2007
- Ejendomme – et interessant investeringsobjekt, Cura Management, november 2005
- EPRA, European REIT Regimes and The Impact of the EC Treaty Freedoms, August 2005
- Expert Group on open ended real estate funds: Terms of Reference, Europa-Kommissionen, 2007-06-27
- Global Real Estate Now, PricewaterhouseCoopers, marts 2006 og marts 2007
- Financial services Press Release: New expert group to advise Commission on open-ended real estate funds, 2006
- FSA Handbook, New Collective Investment Schemes, Financial Services Authority
- Global Real Estate Portfolios: The Rewards Are Worth the Risks, Real Estate Investing, Spring 2007
- Going Global: The Case for Investing in International Real Estate Securities. Insights, JP Morgan, 2006
- Hvidbog om forbedring af de indre markeds rammer for investeringsfonde, Europa-Kommissionen, 2006
- Open-end real estate funds in Germany – genesis and crisis, discussion paper, Deutsche Bank, 2007
- On the REIT Train, The Institutional Real Estate Letter Europe, April 2007
- Public Real Estate and Private Market Implications, Prea ´s 2007 Spring Conference, Boston (PREA, Pension Real Estate Association).
- Property Week, insight series, Guide to UK REITs, 2006
- Sadolin & Albæk, markedsrapporter, diverse årgange
- Sparinvest Property Fund K/S, Informationsmemorandum
- The Czech Act on Collective Investment, 2006
- The Problems in German open-end real estate funds, seminar paper, Humboldt University, juli 2006
- UBS Global Asset Management, Global Real Estate Going Mainstream, 2005
- Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, oktober 2006.
- www.epra.com – European Public Real Estate Association (EPRA)
- www.nareit.com – National Association of Real Estate Investment Trusts
- Why Real Estate? The Journal of Portfolio Management, special issue, 2005