

Det retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme

Skrevet af Tina Justesen Møller



*HD 2. del – Regnskab og økonomistyring
Aalborg Universitet
Maj 2017*

Vejleder – Peter Nørrevang

Summary

Most of the annual reports in Denmark is presented in accordance with the Danish Financial Statements Act. The purpose of the annual report is to communicate an overall view of a company's value and ability to exploit the company's resources to the user of the annual report. It is therefore important that the annual report comply with the Annual Accounts Act's general clause regarding the true and fair view.

The current financial statements are based on IFRS2015 and IFRS 2016 as well as interpretations from the Danish Enterprise Agency and decisions from the accounting control. The starting point for accounting for investment properties in Denmark is IAS40.

The first time an investment property is to be recognized, this must be at cost price. Next, the new Annual Accounts Act allows you to choose which method you want to measure and recognize as the requirement that investment activity be the main activity has expired.

I created a fictional company called TJM Ejendomme A/S. The investment property is recognized in three measuring methods as:

- Cost minus depreciation, Statements Act § 36 and § 40
- Cost minus depreciation + revaluing, Statements Act § 41
- The fair value, Statements Act § 38

Many factors are crucial to obtaining the true and fair view, such as proper classification of the property, decomposition, maintenance or improvements, macroeconomic conditions and property-related risks.

Since fair value is a new opportunity for many companies, this has been thoroughly reviewed. For the purpose of calculating fair value, two return-based models are often used. Normal earnings model or discounted cash flow model. In these models, some accounting estimates are included, and the factors underlying the calculations are therefore analyzed to see what effect a change or wrong budgeting may have on the valuation.

After reviewing theory and analysis, I discuss the true and fair view. The true and fair view of the external annual report as a reader often has to make decisions based on which has been

significantly improved due to several disclosure requirements in the new annual accounts act. Likewise, all debts now must be recognized at amortized cost according to the new annual accounts act, which gives a uniformity and greater similarity to the international accounting rules.

The Annual Accounts Act states by definition that fair value gives the true and fair view.

Indholdsfortegnelse

Summary.....	2
1. Indledning.....	8
2. Problemstilling.....	9
2.1 Arbejdstitel	9
2.2 Problemformulering	10
2.3 Afgrænsning.....	10
2.4 Metode	12
2.5 Kildekritik.....	13
3. Den eksterne årsrapport	15
3.1 Det præstationsorienterede regnskabsparadigme	15
3.2 Det formueorienterede regnskabsparadigme	16
3.3 Valg af regnskabsparadigme.....	17
3.4 Generalklausulen	19
3.5 Årsregnskabslovens begrebsramme	19
3.6 Regnskabsmæssig regulering - investeringsejendomme	22
3.7 Opsummering	26
4. TJM Ejendomme A/S	27
4.1 Måling ved første indregning i årsregnskabet.....	29
4.2 Ejendomstyper.....	30
4.2.1 Investeringsejendomme	30
4.2.2 Domicilejendomme	31
4.2.3 Handelsejendomme	32
4.3 TJM Ejendomme A/S regnskab 2016 - Kostpris minus afskrivninger	32
4.3.1 Dekomponering	32

4.3.2 Afskrivninger.....	34
4.3.3 Vedligeholdelse contra forbedringer	35
5. TJM Ejendomme regnskab 2016 – Kostpris minus afskrivninger plus opskrivninger	37
5.1 Opskrivninger.....	37
6. Nedskrivninger.....	38
7. Ny årsregnskabslov	39
8. TJM Ejendomme regnskab 2016 - Indregning til dagsværdi	40
8.1 Værdiansættelsesmetoder til opgørelse af dagsværdi	44
8.2 Normalindtjeningsmodellen.....	46
8.2.1 Etape 1 – Ejendommens driftsafkast.....	47
8.2.2 Etape 2 – Ejendommens forrentningskrav	48
8.2.3 Etape 3 – Tillæg og fradrag	48
8.3 DCF-modellen	50
8.3.1 Trin 1.....	51
8.3.2 Trin 2.....	52
8.3.3 Trin 3.....	52
8.3.4 Trin 4.....	52
8.3.5 Trin 5.....	52
8.4 Sammenligning af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen.....	53
8.5 Faktorer til brug for beregning af dagsværdi	54
8.5.1 Huslejeindtægter	54
8.5.2 Tomme lejemål.....	55
8.5.3 Driftsomkostninger.....	56
8.5.4 Diskonteringsrente og forrentningskrav	57
8.5.5 Makroøkonomiske faktorer.....	59

8.5.6 Ejendomsrelaterede risici	60
8.5.7 Terminalværdi	61
8.5.8 Fremtidige pengestrømme	62
8.5.9 Diskonteringsrenten	62
8.5.10 Markedsrapporter	63
8.6 Opsummering	63
8.7 Analyse af TJM Ejendomme A/S.....	64
8.7.1 Driftsomkostninger.....	68
8.7.2 Inflation og regulering af indtægter og omkostninger.....	68
8.7.3 Budgetperioden	69
8.7.4 Depositum	69
8.7.5 Forrentningskrav	70
8.7.6 Markedsrelaterede risici.....	70
8.7.7 Ejendomsrelaterede risici	71
8.8 Opsummering	73
8.9 Analyse af faktorer	74
8.9.1 Huslejeindtægter	74
8.9.2 Driftsomkostninger.....	75
8.9.3 Forrentningskravet	76
8.10 Delkonklusion	77
9. Amortiseret kostpris	78
10. Det retvisende billede	81
11. Konklusion	84
11.1 Perspektivering.....	86
12. Litteraturliste	88

12.1 Lovstof	88
12.2 Bøger.....	88
12.3 Publikationer og rapporter	88
12.4 Internet.....	89
13. Bilag	92

1. Indledning

Vi blev i Danmark ramt af finanskrisen i år 2007. Inden da havde Danmark et attraktivt ejendomsmarked med stor vækst. Men den økonomiske krise efterlod hurtigt store ar på ejendomsmarkedet, da alt forbrug nærmest gik i stå og dermed også gav lavere efterspørgsel på investeringsejendomme. Den lave efterspørgsel har ledt til lav handelsaktivitet, hvilket har gjort det langt mere besværligt at værdiansætte investeringsejendomme og dermed givet udfordringer for det retvisende billede i investeringsvirksomhedernes årsrapporter, hvorfor der er kommet øget fokus på kravene til korrekt værdiansættelse af ejendomme.¹

Usikkerheden omkring værdiansættelsen af investeringsejendomme skyldes, at de makroøkonomiske forhold og ejendomsrelaterede risici man skal have med i sin vurdering ved værdiansættelse af en investeringsejendom, er blevet sværere at vurdere i et ejendomsmarked med store udsving, samt at værdiansættelsen indebærer mange regnskabsmæssige skøn. Erfaringer fra finanskrisen er at man skal udvise mere forsigtighed i forhold til værdiansættelsen af ejendomme.²

Den økonomiske vækst har været svag – under 2%, men priserne på investeringsejendomme er steget 5-10% om året i de seneste år. Der er derfor stigende efterspørgsel på ejendomsinvesteringsmarkedet igen. Der kan dog være lidt nervøsitet omkring ejendomsmarkedet når der sker ting og sager i den store verden som for eksempel i forbindelse med Brexit eller de ting som USA's præsident vil have gennemført, dog har Trump indtil videre kun haft en begrænset europæisk effekt.³ Men dette viser blot, at ejendomsmarkedet er meget påvirket af mange forskellige faktorer.

Jeg har valgt emnet det retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme. Herunder regnskabsmæssig behandling ved indregning af ejendomme ved brug af de forskellige metoder i årsregnskabsloven, samt hvilke faktorer der

¹<https://ejendomsforeningen.dk/media/232977/hoeringssvar-forsikringsselskaber-og-tvaergaaende-pensionskasser.pdf> (06-04-2017)

²<http://finans.dk/live/okonomi/ECE8021455/oekonomier-efter-syv-aar-er-danmark-ude-af-finanskrisen/?ctxref=ext> (06-04-2017)

³ Sadolin | Albæk – Markedskommentar: Erhvervs- og investeringsejendomme 4. kvartal 2016, side 3-6

har indflydelse på værdiansættelsen og hvilke risici der er herved, og hvilke muligheder den nye årsregnskabslov giver og til sidst en diskussion af det retvisende billede.

Emnet er valgt, da jeg til dagligt arbejder som revisor hos BDO og dermed gerne vil have et emne som interesserer mig samt et emne som vil have relevans for min uddannelse og dagligdag. Jeg har flere gange stødt på investeringsejendomme i mit arbejde som revisor, men kun som almindeligt anlægsaktiv hvor ejendommen er indregnet til kostpris og der hvert år bliver fratrullet afskrivninger. Det vil sige jeg ikke er stødt på en opgave hvor investeringsejendom har været hovedaktivitet – dog er denne regel nu bortfaldet i forbindelse med vedtagelse af den nye årsregnskabslov, og giver derfor flere virksomheder mulighed for at indregne deres investeringsejendomme til dagsværdi.

Mit ønske med opgaven er at styrke min viden på området omkring indregning af investeringsejendomme, så jeg kan sidde med flere af disse opgaver i min dagligdag.

2. Problemstilling

Som beskrevet i indledningen i afsnit 1 er værdiansættelsen af investeringsejendomme præget af væsentlige regnskabsmæssige skøn og dermed stor usikkerhed.

Skøn på faktorer som har væsentlig betydning i forhold til årsregnskabslovens krav om det retvisende billede i en virksomheds årsrapport. Jeg vil derfor kigge nærmere på værdiansættelsesmodeller og hvilken indregning og måling der giver det mest retvisende billede.

Størstedelen af de regnskaber der bliver aflagt i Danmark bliver aflagt efter årsregnskabsloven. Derfor synes jeg dette emne har stor relevans. Dog kan årsregnskabsloven godt henvise til diverse regnskabsstandarder, hvorfor disse vil være et supplement i min opgave.

2.1 Arbejdstitel

Det retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme.

2.2 Problemformulering

Hvilken metode for indregning og måling af investeringsejendomme, samt den tilknyttede gældsforpligtelse, giver det mest retvisende billede i den eksterne årsrapport, og hvilke risici og usikkerheder er der forbundet med værdiansættelsen af en investeringsejendom?

Til besvarelse af ovenstående problemformulering, har jeg udarbejdet nogle undersøgelsesspørgsmål.

- Hvilke metoder kan anvendes til indregning og måling af investeringsejendomme?
- Hvilke forhold påvirker værdiansættelsen af en investeringsejendom? Herunder;
 - Klassificering af ejendomme
 - Dekomponering af ejendomme
 - Vedligeholdelse contra forbedringer
 - Ejendomsrelaterede risici
 - Makroøkonomiske forhold
- Hvor stor påvirkning har en stigende eller faldende faktor i forhold til dagsværdiansættelsen af ejendommen?
- Hvilke muligheder giver den nye årsregnskabslov i forhold til indregning af investeringsejendomme og tilknyttede gældsforpligtelser? Og hvilke krav stiller den til oplysningskrav, herunder anvendt regnskabspraksis og noteoplysninger.
- Hvad vil det sige at den eksterne årsrapport skal give et retvisende billede?

2.3 Afgrænsning

Jeg har valgt at tage udgangspunkt i en fiktiv virksomhed – 'TJM Ejendomme A/S', hvor den samme ejendom bliver indregnet efter henholdsvis kostpris minus afskrivninger efter ÅRL⁴ § 36 og § 40, kostpris plus opskrivninger minus afskrivninger efter ÅRL §41 samt indregning til dagsværdi efter ÅRL §38. Alle tallene er udarbejdet af mig med det eneste formål, at benytte regnskaberne i opgaven.

⁴ Ved henvisning til paragraffer i Årsregnskabsloven er denne forkortet til ÅRL igennem hele projektet.

Den fiktive virksomhed 'TJM Ejendomme A/S' er en klasse B virksomhed. Min opgave er derfor afgrænset til at omfatte små- og mellemstore virksomheder. Børsnoterede virksomheder efter regnskabsklasse D er ikke omfattet af denne opgave.

Min opgave vil tage udgangspunkt i den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme baseret på den nye årsregnskabslov. IAS 40 omkring definitionen af investeringsejendomme, IFRS 13 om dagsværdimåling på investeringsejendomme og andre regnskabsvejledninger vil blive inddraget i opgaven i det omfang det har relevans. Internationale regler bliver ligeledes inddraget for at sammenligne med de danske regler og om disse er ved at mødes og blive mere ensrettet.

I opgaven vil fokuset være på investeringsejendomme. Det betyder at der afgrænses fra de to alternative ejendomsklassificeringer domicil- og handelsejendomme, som ikke vil blive behandlet i denne opgave. Dog vil der være afsnit omkring klassificering af ejendommene, dette er medtaget for forståelsens skyld. Der afgrænses ligeledes fra en beskrivelse af ejendomme under opførsel herunder projekt- og udviklingsejendomme. Jeg vil ligeledes heller ikke komme ind på operationelt leasede ejendomme, som IAS 40 giver mulighed for at indregne som investeringsejendomme.

Fokuset vil ligeledes være på erhvervslejemål og ikke boliglejemål. Grunden hertil er at investeringsejendommen i 'TJM Ejendomme A/S' er et storcenter som er udlejet til erhverv. Der er færre køb og salg af erhvervsejendommen, hvilket giver et mindre effektivt marked. Skøn i forbindelse med markedsværdien⁵ kan derfor være nødvendig på flere faktorer i værdiansættelsen.

Opgaven vil indeholde en beskrivelse og analyse af to afkastbaserede modeller til måling af dagsværdi. Normalindtjeningsmodellen og discounted cash flow modellen, også kaldet DCF-modellen. Afsnittet vil ikke omfatte en matematisk gennemgang af modellerne, men der vil blive foretaget beregninger af dagsværdien i 'TJM Ejendomme A/S' til brug for analyse af dagsværdien og det retvisende billede.

⁵ Markedsværdi = dagsværdi

Jeg fokuserer på den regnskabsmæssige behandling i min opgave, hvilket betyder at jeg har fravalgt at inddrage moms- og skattemæssige forhold.

2.4 Metode

Jeg vil starte min opgave med en beskrivelse af årsregnskabslovens overordnede regnskabsparadigmer, herunder begrebsrammen og generalklausulen, som er de overordnede mål for, at aflægge en årsrapport der giver et retvisende billede.

Dernæst til jeg give en kort beskrivelse af 'TJM Ejendomme A/S', herunder en beskrivelse af investeringsejendommen, som skal værdiansættes efter de forskellige metoder for indregning og måling. Denne beskrivelse skal danne grundlag for analyse af indregning af investeringsejendommen og det retvisende billede. Jeg vil udarbejde 3 regnskaber for 'TJM Ejendomme A/S'.

- År 2016 - Indregning af ejendom til kostpris minus afskrivninger ÅRL § 36 og § 40
- År 2016 - Indregning af ejendom til kostpris plus opskrivninger minus afskrivninger ÅRL § 41
- År 2016 - Indregning af ejendom til dagsværdi ÅRL §38

Herefter vil jeg beskrive teorien til hver af de tre indregningsmetoder ud fra 'TJM Ejendomme A/S', så teorien ikke kun bliver generel men mere specifik for 'TJM Ejendomme A/S'.

Til brug for beskrivelse af teorien vil jeg benytte årsregnskabsloven, IAS 40 samt de regnskabsvejledninger der måtte være relevante, til at definere investeringsejendomme. Herunder klassificering af ejendomme samt dekomponering og vedligeholdelse og forbedringsomkostninger.

I forbindelse med ovenstående vil jeg ligeledes komme ind på indregning af gæld i forbindelse med investeringsejendomme, både efter gammel årsregnskabslov og ny årsregnskabslov.

Efter reglerne om investeringsejendom som hovedaktivitet bortfalder i den nye årsregnskabslov, kan man selv vælge om man ønsker at indregne til dagsværdi eller ej. Derfor

vil jeg også kigge nærmere på hvilke metoder der er for værdiansættelse og måling af ejendomme til dagsværdi, samt om metoderne er pålidelige.

Til brug for teorien omkring dagsværdimålingen jævnfør ÅRL § 38, vil jeg benytte IFRS 13 om dagsværdimåling for investeringsejendomme. I forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendommen til dagsværdi vil jeg kigge på væsentlige faktorer og risici der har betydning for værdiansættelsen, samt hvilke udsving der kan være på dagsværdien afhængig af opgørelsen af de forskellige faktorer. Jeg vil igen tage udgangspunkt i 'TJM Ejendomme A/S' og koble teori og analyse sammen i forbindelse med indregning til dagsværdi i 'TJM Ejendomme A/S'. Selve værdien og de faktorer jeg har valgt at medtage vil blive analyseret og testet, for at fremhæve påvirkningen ved ændringer eller fejlbudgettering af forskellige faktorer.

For at besvare problemformuleringen vil jeg sammenligne de tre regnskaber for 'TJM Ejendomme A/S' og herudfra diskutere det retvisende billede og dermed komme frem til min konklusion.

For at diskutere det retvisende billede, vil jeg redegøre for hvem der er interessenterne for et årsregnskab og om interessenterne har forskellige krav til et årsregnskab, for dernæst at se om det retvisende billede ændre sig i forhold til denne gamle og nye årsregnskabslov. Herunder de øgede oplysningskrav til anvendt regnskabspraksis og noterne.

Denne opgave har til formål at undersøge hvilken indregningsmetode jeg synes giver det mest retvisende billede. Empirien i opgaven er baseret på faget eksternt regnskab, herunder danske og internationale regnskabsregler, afgørelser og notater fra Erhvervsstyrelsen og publikationer fra Ejendomsforeningen Danmark.

2.5 Kildekritik

Der anvendes hovedsageligt sekundære kilder til brug for besvarelsen af opgaven, da de skaber oversigt men ikke skaber ny original viden. Kilderne består af love og vejledninger, bøger, publikationer og artikler skrevet af fagpersoner.

Publikationerne, fra Ejendomsforeningen Danmark, og artiklerne vurderes pålidelige, da de er udarbejdet af fagpersoner med viden og erfaring indenfor ejendomsinvesteringsmarkedet. Publikationerne er udarbejdet for, at værdiansættelsen af investeringsejendomme skal blive mere ensrettet, da det for eksempel i loven ikke er reguleret, hvordan man tager højde for makroøkonomiske forhold og ejendomsrelaterede risici i modellerne til brug for værdiansættelsen af investeringsejendomme. Dermed er publikationerne ej heller facit til hvordan man skal værdiansætte investeringsejendomme, men kun anbefalinger hertil.⁶

Til analyse af de faktorer og risici der spiller ind ved dagsværdi måling af en investeringsejendom har jeg taget udgangspunkt i investeringsejendommen i min fiktive virksomhed 'TJM Ejendomme A/S'. Da det som nævnt tidligere er en fiktiv virksomhed, er virksomheden stillet op således at virksomheden er going-concern og det kan her diskuteres om informationerne heri blot vil give synsvinklen på et ønske scenarie og ikke nødvendigvis afspejler den fulde sandhed i forhold til værdiansættelse til markedsværdi.

Bøgerne er ligeledes udgivet af fagfolk på baggrund af love og vejledninger, hvorfor de også vurderes pålidelige.

Internetkilder vil blive brugt flittigt, dog med tanke om, at have i mente hvem der har skrevet artiklen, da det ikke er sikkert det er en subjektiv vinkel der er på, set i forhold til emne og forfatter.

⁶ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav. Ejendomsforeningen Danmark og Dansk Ejendomsmæglerforening. Side 5.

3. Den eksterne årsrapport

Den eksterne årsrapport består af flere dele, herunder selve årsregnskabet, ledelsespåtegning, revisionspåtegning, ledelsesberetning, noter, anvendt regnskabspraksis mv.

Formålet med udarbejdelse og offentliggørelse af en ekstern årsrapport er, at kommunikere et samlet billede af en virksomheds værdi og evnen til at udnytte virksomhedens ressourcer, ud til regnskabslæserne.⁷ Det er dermed hensigten med årsrapporten, at skabe et grundlag som regnskabslæserne kan ligge til grund for deres beslutninger i forhold til en virksomhed.

Mange virksomheder ønsker blot at opfylde minimumskravene ved aflæggelsen af deres eksterne årsrapport. Men ved, at gøre sin årsrapport mere transparent og informativ, ved at øge mængden af offentliggjort regnskabsinformation, ses der her en afgørende sammenhæng, for at opnå bedre lånevilkår og kreditværdighed.⁸

Grundlaget for regnskabslæseren skal dermed være det retvisende billede og det retvisende billede vil derfor blive diskuteret og analyseret igennem opgaven for at kunne besvare opgavens problemformulering og tilhørende underspørgsmål.

Til brug herfor vil teorien om begrebsrammen og generalklausulen, samt de to overordnede regnskabsparadigmer til måling af resultatet af en virksomheds værdi og ressourcer blive gennemgået.

3.1 Det præstationsorienterede regnskabsparadigme

Årsregnskabsloven blev ændret tilbage i 2001, og her indførte man det formueorienterede regnskabsparadigme. Det præstationsorienterede regnskabsparadigme dominerede indtil da grundlaget, at aflægge regnskaber efter.⁹

Regnskaber som bliver aflagt efter det præstationsorienterede paradigme afspejler historiske kostpriser og har udelukkende fokus på resultatopgørelsen. Målingen af aktiviteten baseres

⁷ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 17

⁸ <http://www.fsr.dk/rv> (09-04-2017)

⁹ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 44

på matching princippet, det vil sige at input af ressourcer omdannes til output af salgbare varer og tjenesteydelser i en given periode og årets resultat baseres derfor på realiserede transaktioner. Balancen fungerer her blot som en teknisk hjælpekonto og resultatopgørelsen som den primære del af regnskabet. Den foretrukne indregningsmetode under det præstationsorienterede regnskabsparadigme er kostprismodellen, som danner teoretisk grundlag for regnskaberne.¹⁰

Udgangspunktet i det præstationsorienterede regnskabsparadigme formuleres dermed som:

$$\text{Indtægter} - \text{omkostninger} = \text{overskud}$$

Det vil sige, at driftsaktiviteten måles direkte i resultatopgørelsen på grundlag af indtægter minus omkostninger som giver overskuddet.

Dette kan betegnes som en ex-post måling af en periodes faktiske aktivitet, hvor indtjenings- og kapitalforhold beskrives på grundlag af realiserede historiske transaktioner og derfor ikke giver udtryk for, hvilken kapacitet en virksomhed er i besiddelse af i fremtiden.¹¹

3.2 Det formueorienterede regnskabsparadigme

Regnskaber som bliver aflagt efter det formueorienterede regnskabsparadigme afspejler derimod værdien af en virksomheds kapacitet. Det betyder, at ændringen i værdien, altså underskud eller overskud af den kapacitet som virksomheden har investeret, måles i balancen og danner grundlag for årets indtjening.

I praksis måles aktivers økonomiske værdi på grundlag af markedspriser som afspejler markedsdeltagerens generelle præferencer til aktivet. Markedspriser er lig med dagsværdier. Der kan være tilfælde hvor der ikke er effektive markeder, hvorfor dagsværdier tilnærmelsesvist kan betegnes som kapitalværdien af de fremtidige betalingsstrømme som et aktiv eller en forpligtelse forventes at generere. Alle regnskabsposter som er præsenteret i

¹⁰ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 43

¹¹ https://da.wikipedia.org/wiki/Latinske_ord_og_vendinger (16-04-2017)

balancen måles til dagsværdi af fremtidige pengestrømme med kapitalværdi som den teoretisk korrekte metode, trods dagsværdien er den foretrukne måleenhed.¹²

Udgangspunktet i det formueorienterede regnskabsparadigme formuleres dermed som:

$$\text{Egenkapital primo} - \text{egenkapital ultimo} = \text{overskud}$$

Det vil sige, at indtægter, omkostninger og overskud indregnes og måles i balancen som henholdsvis stigning, fald og nettostigning i nettoaktiver/egenkapital, også defineret som aktiver - passiver = egenkapital. Ifølge det formueorienterede regnskabsparadigme er resultatopgørelsen i princippet overflødig og anvendes kun til klassificering og præsentation af balanceændringer.¹³

Dette betegnes om en ex-ante måling, det vil sige måling af ændringen i værdien af selskabets samlede kapacitet. Ex ante har hovedvægt på værdiansættelsen i balancen og et overskud betyder fremgang i nettoaktiver eller egenkapital fra primo til ultimo.¹⁴ Ex ante anser den økonomiske teoris 'Hicks indkomstbegreb' baseret på kapitalværdi, som det ideal regnskabsaflæggelsen i praksis bør stræbe hen i mod. Formålet med 'Hicks indkomstbegreb' er, at sikre folk en mådeholden livsførelse ved, at give dem en idé om, hvilke maksimale forbrugsmuligheder de har uden at blive stillet dårligere ultimo i forhold til primo.¹⁵

3.3 Valg af regnskabsparadigme

Den væsentligste forskel på de to paradigmer er, hvordan værdi skabes for de to metoder. Det præstationsorienteret regnskabsparadigme fortæller om fortiden, altså baseret på transaktionerne i virksomheden. Fordelen herved er, at man optager noget til hvad det faktisk har kostet og man kan måle resultatet af aktiviteten ud fra et realistisk historisk køb- og salgs flow. Ulempen er, at balanceposterne reguleres med forudbestemte faste afskrivninger hvilket betyder, at hver enkelt regnskabslæser må vurdere værdien og potentialet af en virksomhed.

¹² Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 44

¹³ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 44

¹⁴ https://da.wikipedia.org/wiki/Latinske_ord_og_vendinger (16-04-2017)

¹⁵ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 152

Det formueorienterede regnskabsparadigme fortæller derimod om fremtiden, altså hvad man forventer den tilgængelige kapacitet kan generere af afkast i fremtiden. Fordelen ved dette er, at virksomheden selv måler potentialet i virksomheden hvilket betyder at hver enkelt regnskabslæser har de samme informationer og samme beslutningsgrundlag. Ulempen er, at det er svært at spå om fremtiden og da målingen i det formueorienterede regnskabsparadigme er baseret på regnskabsmæssige skøn, er det op til regnskabslæseren, at vurdere de forhold der ligger til grund for dagsværdimålingen af aktiverne. Her bliver relevans, pålidelighed og transparens, som tidligere nævnt, vigtigt for regnskabslæseren.

I praksis anvendes begge regnskabsparadigmer, dog ofte i en kombination. For eksempel har Årsregnskabsloven og IFRS en bestemmelse som siger, at aktiver der måles til kostpris med systematisk årlig afskrivning årligt skal vurdere aktivets regnskabsmæssige værdi, om den overstiger genindvindingsværdien. Så hvis genindvindingsværdien er lavere end den regnskabsmæssige værdi, skal der nedskrives til denne lavere værdi.

Som følge heraf, er det måske ikke helt retvisende at historisk kostpris lægges til grund for det præstationsorienterede regnskabsparadigme i praksis, da dette kun eksisterer som begreb, såfremt den overstiger dagsværdien.

Årsregnskabsloven følger i dag ikke det formueorienterede regnskabsparadigme til fulde. Der foregår i disse år en international debat om, om regnskabspolitikken skal ændres tilbage til det præstationsorienterede regnskabsparadigme eller på en kombination af paradigmerne således at driftsposter følger kostpris, og balanceposter følger dagsværdi.¹⁶

Opgaven vil senere redegøre for de forskellige indregningsmetoder som årsregnskabsloven tillader for indregning og måling af investeringsejendomme.

¹⁶ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 45

3.4 Generalklausulen

I henhold til årsregnskabsloven § 11 skal den eksterne årsrapport give et retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultat, svarende til virksomhedens soliditet, likviditet og indtjening.

ÅRL § 11 – Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold som beretningen handler om.

Generalklausulen er en overordnet målsætning om det retvisende billede. Det vil sige at regnskabsregulering har til formål, at fremme offentliggørelse af beslutningsnyttig information og beskytte regnskabslæseren i mod offentliggørelse af mangelfuld eller vildledende information. Det retvisende billede skal derfor også indeholde en retvisende redegørelse i ledelsesberetningen for de forhold som årsrapporten indeholder.¹⁷ I årsregnskabsloven er der indarbejdet en begrebsramme for at skabe et grundlag til, at kunne overholde generalklausulen om det retvisende billede.

3.5 Årsregnskabslovens begrebsramme

Den danske årsregnskabslovs begrebsramme fra 2001 er udarbejdet på baggrund af IASB's¹⁸ begrebsramme fra 1989 og FASB's¹⁹ begrebsramme fra 1978-1985. IASB har i 2015 sendt en ny begrebsramme i høring, for at begrebsrammen vil blive mere komplet og up-to-date.²⁰ Den nuværende begrebsramme er inddelt i 5 niveauer.

- Niveau 1: Regnskabslæsernes informationsbehov
- Niveau 2: Kvalitetskrav
- Niveau 3: Definition af elementer

¹⁷ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 211

¹⁸ IASB = International Accounting Standard Board (udsteder af IFRS og IAS)

¹⁹ FASB = Financial Accounting Standards Board (Lig med IASB, men i USA)

²⁰

http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Internationalt/IASB/Ny%20begrebsramme%20for%20regnskaber%20er%20sendt%20i%20offentlig (16-04-2017)

- Niveau 4: Indregning og måling
- Niveau 5: Klassifikation og præsentation

Brugernes informationsbehov og kvalitetskrav danner målsætningen for virksomhedens regnskabsudarbejdelse og er med til at uddybe indholdet i generalklausulen om det retvisende billede.

Ifølge niveau 1 som omhandler regnskabslæsernes informationsbehov, har det eksterne regnskab tre opgaver:²¹

Prognoseopgaven: Regnskabet bruges til, at bedømme virksomhedens evne til, at skabe fremtidige pengestrømme.

Kontrolopgaven: Regnskabet bruges for eksempel til, at aktionærerne kan kontrollere om ledelsen har holdt egenkapitalen intakt og har forvaltet den effektivt.

Fordelingsopgaven: Regnskabet bruges til, at vurdere fordelingen mellem virksomheden og investorerne.

Ifølge niveau 2 skal regnskabet indeholde nogle kvalitative egenskaber, for at kunne være til nytte for prognoseopgaven i niveau 1. Den finansielle information i regnskabet skal indeholde den bedste kombination af de to kvalitative egenskaber relevans og validitet, for at skabe den højeste nytteværdi for regnskabslæseren. Ved relevans forstås, at informationen skal være i stand til at gøre en forskel for regnskabslæserens beslutning om fordeling mellem virksomhed og investorer. Ved validitet forstås, at den finansielle information i regnskabet troværdigt skal repræsentere aktiver, egenkapital og forpligtelser, det vil sige man måler det man ønsker at måle.²²

Niveau 3, 4 og 5 angiver begrebsrammens målesystemer, som angiver generelle kriterier og krav til målesystemer, for at kunne leve op til målsætningen om regnskabslæserens informationsbehov i niveau 1 og de kvalitative egenskaber i niveau 2 i praksis. Niveau 3, om

²¹ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 201-203

²² Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 206

definition af elementer og niveau 4, om indregning og måling vil for investeringsejendomme blive beskrevet senere i opgaven.

Begrebsrammens niveau 5 omhandler klassifikation og præsentation. Begrebsrammen har ikke udviklet dette niveau men læner sig op af to kriterier som altid skal være opfyldt.

Kriterierne som danner grundlag for klassifikationen, skal være relevante for regnskabslæseren for at dække deres informationsbehov samt at transaktioner og begivenheder skal kunne klassificeres på grundlag af de valgte kriterier således at der skabes homogene klasser.²³

Årsregnskabsloven har sammensat begrebsrammens bestemmelser i ni grundlæggende forudsætninger jævnfør årsregnskabsloven § 13. De ni forudsætningen er som følger:²⁴

Klarhed: Forudsætningen er dækket af kravet om forståelighed, som en del af niveau 2 om kvalitative egenskaber i begrebsrammen og går på at årsrapporten skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde.

Substans: Forudsætningen skal forstås som indhold frem for formalia og følger kravet om validitet.

Væsentlighed: Alle relevante forhold skal indgå i årsrapporten, med mindre de er ubetydelige. Er flere ubetydelige forhold til sammen betydelige, skal de dog indgå i årsrapporten.

Going concern: Forudsætningen om, at driften formodes at fortsætte, medmindre at driften er besluttet ikke at skulle fortsætte eller ikke antages at kunne fortsætte.

Neutralitet: Forudsætningen går på, at regnskabsinformationerne ikke må have tendens til, at gå efter for eksempel ledelsens interesser, tendentiøs, det vil sige at enhver værdiændring skal vises.

Periodisering: Transaktioner og begivenheder skal indregnes når de indtræffer, uanset tidspunkt for betaling, det vil sige, ikke først når de omdannes til pengestrømme.

²³ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 220

²⁴ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 220-221

Konsistens: Forudsætningen er dækket af kravet om kvalitative egenskaber og sammenlignelighed i niveau 2 i begrebsrammen og går på, at de samme måleenheder og indregningskriterier skal anvendes fra periode til periode, og ensartet på samme kategori af forhold. Det skal dog også ses i sammenhæng med relevans- og validitetskriterierne.

Bruttoværdi: Enkelte transaktioner, begivenheder og værdiændringer skal måles og indregnes hver for sig og må ikke modregnes med hinanden.

Formel kontinuitet: Forudsætningerne går på, at primo balancen skal stemme med sidste års ultimo balance. Herudover må regnskabsår, metoder for indregning og måling mv. ikke ændres fra den ene periode til den anden. Dog skal forudsætningen om konsistens ses i sammenhæng med relevans- og validitetskriterierne, som beskrevet i niveau 2 om kvalitative egenskaber.

Ved overholdelse af ovenstående vil et regnskab blive aflagt i overensstemmelse med generalklausulens retvisende billede.²⁵

3.6 Regnskabsmæssig regulering - investeringsejendomme

De danske og internationale regnskabsregler har til hensigt bedst muligt at sikre, at indregning og måling af virksomhedens finansielle stilling er korrekt og dermed giver et retvisende billede. Årsregnskabsloven betragtes som en rammelov, hvor danske regnskabsvejledninger og internationale regnskabsstandarder danner grundlag for detailreguleringen.

ÅRL og IFRS defineres som rammelove. Det vil sige at lovene er principbaserede og dermed bliver fortolkningsbidragene fleksible, da ændringer i selve detailreguleringen stammer fra standarder og afgørelser og dermed reduceres den typisk langvarige proces der er forbundet med udarbejdelsen af love. De rammer som udstikkes i ÅRL og IFRS skal altid respekteres og kan ikke tilsidesættes ved anvendelse af regnskabsstandarderne, IAS, som fortolkningsbidrag.²⁶

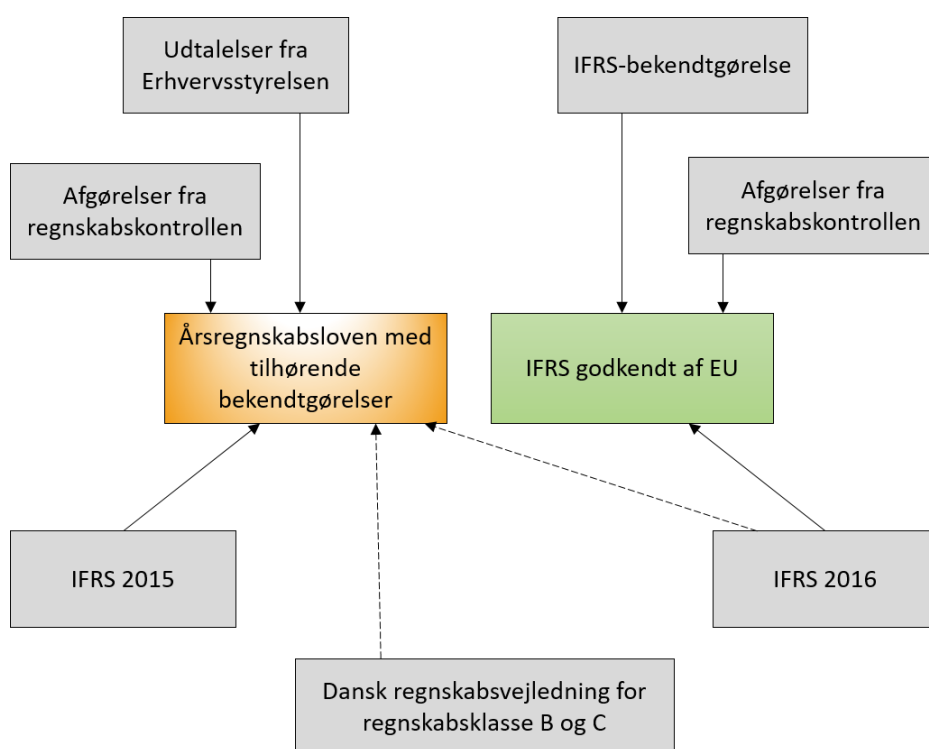
²⁵ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave 2015, Jens O. Elling, Side 221

²⁶ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 50.

Erhvervsstyrelsen bidrager med udtalelser og uddybninger til fortolkningsgrundlagene. Af Relevans for denne opgave kan "notat om måling af investeringsejendomme" af d. 3. april 2009 nævnes. Her pointerer Erhvervsstyrelsen at fortolkningsgrundlaget til måling af investeringsejendomme i henhold til ÅRL § 38 er IAS 40. Dernæst har Erhvervsstyrelsen udsendt en overgangsbekendtgørelse nr. 1849 af 15. november 2015, i forbindelse med den ny årsregnskabslov. Her pointerer Erhvervsstyrelsen hvorledes man kan gå fra én indregningsmetode til en anden.²⁷

Dernæst bidrager finanstilsynet til fortolkningsgrundlaget via offentliggørelse af resultater af de sager som kører på forskellige revisorer. Her er også nogle afgørelser som er principielle.

Den nuværende årsregnskabslov er baseret på IFRS 2015 og IFRS 2016. Begge kan ikke på alle punkter anvendes til at udfylde bestemmelserne i årsregnskabsloven.



Figur 1 - Valgfrihed af begrebsramme²⁸

²⁷<https://www.pwc.dk/da/artikler/2016/01/ny-overgangsbekendtgørelse-ved-implementering-aendringer-aarsregnskabsloven.html> (23-03-2017)

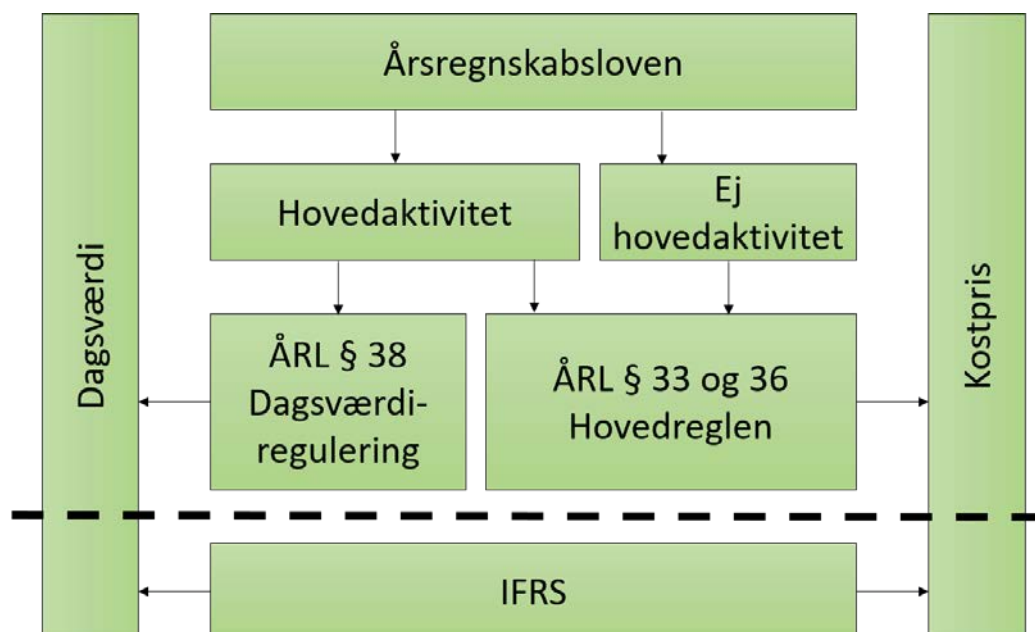
²⁸ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 48

Figur 1 viser en illustration af hvilke begrebsrammer og fortolkningsbidrag der skal lægges til grund ved aflæggelse af årsrapporter i Danmark.

Indenfor regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme bruger årsregnskabsloven de internationale standarder som fortolkningsbidrag. Den regnskabsmæssige behandling er efter de internationale standarder dermed reguleret af IAS 40 samt de afgørelser og notater der stammer fra Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen.

Udgangspunktet for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme i Danmark er IAS 40. Både årsregnskabsloven og IFRS lægger sig heropad.

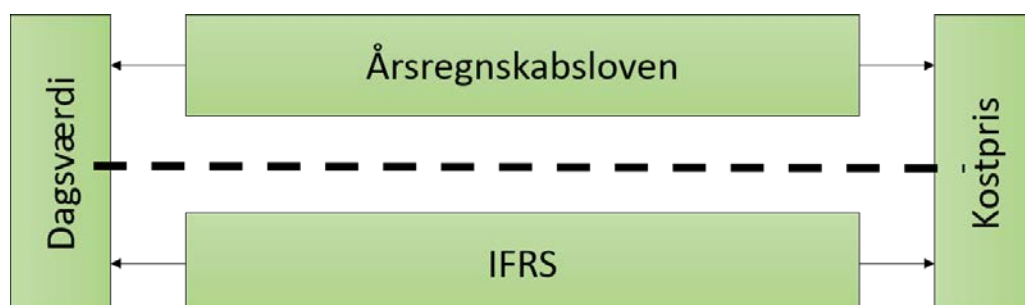
I den nye årsregnskabslov fra 2015 bortfalder reglerne om at investeringsaktivitet skal være hovedaktivitet i virksomheden, for at kunne indregnes til dagsværdi. Det betyder at man selv kan vælge hvilken metode man ønsker at indregne sin investeringsejendom efter.



Figur 2 – Egen tilvirkning. Dagsværdi eller kostpris

Figur 2 viser hvilken indregningsmetode man skal bruge efter årsregnskabslovens gamle regler.

Men med de nye regler vil figuren i stedet se ud som nedenstående figur 3. Figuren viser at det er virksomhedens eget valg hvilken metode den ønsker at måle og indregne efter.



Figur 3- Egen tilvirkning. Dagsværdi eller kostpris efter ny årsregnskabslov

Dermed bevæger de danske regnskabsregler sig mere hen imod de internationale regnskabsregler.

I maj 2011 offentliggjorde man en ny standard under betegnelsen IFRS 13 – Fair value measurement. Konsekvensen heraf, er at metoderne for måling af dagsværdi bliver ens for alle typer af aktiver som måles til dagsværdi. Det vil sige at de metoder der fremgår til måling af dagsværdi efter IAS 40 og øvrige IAS'er hvor måling sker til dagsværdi bliver tilsidesat af retningslinjerne i IFRS 13. Formålet med dette er, at reducere kompleksiteten i måling til dagsværdi samt at regnskabslæseren skal have samme klare og tydelige opfattelse af dagsværdien som den der udarbejder regnskabet. Ligeledes har IFRS13 øgede krav til transparensen til regnskabsposterne der er reguleret til dagsværdi, herunder mere åbenhed omkring forudsætningerne for måling til dagsværdi i anvendt regnskabspraksis og noteoplysningerne.²⁹

Da jeg vil analysere det retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme, tager jeg først udgangspunkt i at indregne investeringsejendommen i TJM Ejendomme A/S til kostpris minus afskrivninger.

²⁹<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Nye-og-aendrede-standarder-og-fortolkningsbidrag2013.pdf> (28-04-2017)

3.7 Opsummering

Langt de fleste årsrapporter i Danmark bliver aflagt efter Årsregnskabsloven. I Årsregnskabsloven er der udarbejdet en generalklausul om det retvisende billede. For at komme frem til det retvisende billede, angiver årsregnskabslovens begrebsramme nogle kriterier man skal gå ud fra. Formålet med den eksterne årsrapport er, at kommunikere en virksomheds værdi samt evnen til at udnytte virksomhedens ressourcer ud til regnskabslæseren, som denne kan ligge til grund for sin beslutningstagen i forhold til en virksomhed. Men en virksomheds værdi kan opgøres forskelligt. De to overordnede regnskabsparadigmer; det præstationsorienterede og det formueorienterede er vidt forskellige, da det ene tager udgangspunkt i resultatopgørelsen og det andet i balancen.

Udover Årsregnskabsloven er der også internationale regler, udtalelser fra Erhvervsstyrelsen og afgørelser fra regnskabskontrollen som skal sikre det retvisende billede. I forbindelse med ændringen af årsregnskabsloven i 2015, er der større valgfrihed af valg af indregningsmetode ved investeringsaktiviteter.

Selve reglerne omkring det retvisende billede samt ændringen af årsregnskabsloven som giver større valgfrihed til indregning af investeringsaktiviteter, vil jeg tage med i min betragtning og analyse af det retvisende billede i gennem opgaven.

4. TJM Ejendomme A/S

TJM Ejendomme A/S er en fiktiv virksomhed som ejer en investeringsejendom der drives og udlejes som et storcenter. Ejendommen er købt 1. januar 2012 og består af 15 lejemål, heraf er 12 af dem lejet ud. Der



er udarbejdet anlægskartotek, se bilag 2, som er dekomponeret og angiver brugstid på aktivet.

Da jeg oftest sidder med små- og mellemstore virksomheder, har jeg valgt at TJM Ejendomme A/S er i regnskabsklasse B. Nedenstående figur 4 og 5 angiver regnskabsklasserne, jf. ÅRL § 7.

	A	B	C	Store C	D
Balancesum	Under 7 mio.	7-36 mio.	36-143 mio.	> 143 mio.	Børsnoterede og statslige selskaber uanset størrelse.
Nettoomsætning	Under 14 mio.	14-72 mio.	72-286 mio.	> 286 mio.	
Antal ansatte	Under 10	10-50	50-250	> 250	

Figur 4- Regnskabsklasser efter gammel årsregnskabslov³⁰

	B i dag	B ny lov	C i dag	C ny lov
Balancesum	Op til 36 mio.	Op til 44 mio.	Op til 143 mio.	Op til 156 mio.
Nettoomsætning	Op til 72 mio.	Op til 89 mio.	Op til 286 mio.	Op til 313 mio.
Antal ansatte	Op til 50	Op til 50	Op til 250	Op til 250

Figur 5- Regnskabsklasser efter ny årsregnskabslov³¹

I forbindelse med den nye årsregnskabslov i 2015 hæves størrelsesgrænserne for regnskabsklasse B og C. Det betyder at flere virksomheder får mulighed for, at anvende de lempelige regler for regnskabsklasse B virksomheder, som forventes at udgøre ca. 95% af alle danske virksomheder, som aflægger årsrapport efter årsregnskabsloven.

³⁰ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 33

³¹ ændringer-til-aarsregnskabsloven-forhoejelse-af-stoerrelsesgraenser-medfoerer-flere-b-virksomheder (16-03-2017)

Det skal dog påpeges at virksomheden skal være under to af størrelsesgrænserne i to på hinanden følgende regnskabsår, før at virksomheden kan aflægge årsrapport efter en ny regnskabsklasse.

Ændringerne kan allerede implementeres i årsrapporten for 2015, således at hvis man ligger under to af de nye størrelsesgrænser i både 2014 og 2015, kan man allerede i 2015 aflægge årsrapport efter ny regnskabsklasse.

Herudover sker der i ændring i opgørelsesmetoden af nettoomsætning. I årsregnskabsloven er nettoomsætning defineret således "Salgsværdien af produkter og tjenesteydelser, der henhører under selskabets ordinære aktivitet...". Men her skal virksomheden nu også medregne finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed til nettoomsætningen. Indtægter skal dog kun medregnes ved fastlæggelsen af størrelsesgrænserne og ikke være en del af nettoomsætningen i resultatopgørelsen. Herunder ses en definition på finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed, hvor der i denne opgave vil være indtægter fra investeringsvirksomhed jeg skal være opmærksom på. Dog har denne ændring i opgørelsesmetoden størst effekt ved koncernselskaber.

Finansielle indtægter	Indtægter fra investeringsvirksomhed
Indtægter fra kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder.	Positive værdireguleringer på investeringsejendomme.
Indtægter fra andre kapitalandele, værdipapirer og tilgodehavender, der er anlægsaktiver.	Realiserede gevinster ved salg af investeringsejendomme.
Andre finansielle indtægter fra tilknyttede og associerede virksomheder.	
Andre finansielle indtægter.	

Figur 6 - Finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed.³²

³²<https://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/aendringer-til-aarsregnskabsloven-forhoejelse-af-stoerrelsesgraenser-medfoerer-flere-b-virksomheder.html> (16-03-2017)

Det forventes at flere ejendomsvirksomheder end hidtil bliver omfattet af regnskabsklasse C og dermed skal udarbejde koncernregnskab. TJM Ejendomme A/S vil stadig være en klasse B virksomhed.

Samtidig forventes en større gennemsigtighed i grundlaget for værdiansættelsen af ejendomme til dagsværdi som følge af de skærpede oplysningskrav.³³

4.1 Måling ved første indregning i årsregnskabet

En investeringsejendom erhverves oftest med henblik på at ejendommen skal indgå i virksomheden for at generere et løbende afkast over en længere periode og eventuelt stige i værdi. Dette er også forudsætningen i TJM Ejendomme A/S og dermed opfyldes forudsætningen om vedvarende ejerskab, hvilket er det primære kriterium for indregning af et anlægsaktiv ifølge ÅRL.

En investeringsejendom er af materiel karakter og derfor defineres investeringsejendomme som materielle anlægsaktiver.

Hovedreglen for indregning af materielle anlægsaktiver er ÅRL § 33. Her kigger man på overtagelsesdagen af investeringsejendommen. Det vil sige når fordele og risici med besiddelse af ejendommen er overgået til virksomheden og når kostprisen kan måles pålideligt.

Når en ejendom erhverves, påtager køber sig oftest allerede nogle risici ved indgåelsen af købsaftalen, for eksempel ejendommens hændelige undergang og rettighederne i forhold til det forsikringsselskab, hvor ejendommen er forsikret normalt overgår til køber.

Ifølge IAS 16 er dette ikke tilstrækkeligt til indregning af en ejendom i og med fordelene ved ejerskabet af ejendommen endnu ikke er overtaget. Som nævnt er kriteriet for indregning af materielle anlægsaktiver, at både risiko og fordele er overgået til køber.

³³<https://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/aendringer-til-arsregnskabsloven--konsekvenser-for-ejendomsvirksomheder.html> (23-03-2017)

Fordelen ved erhvervelsen af ejendommen er, at den ikke kan besiddes forud for den fysiske overtagelse af ejendommen, hvilket betyder at investeringsejendomme ikke kan indregnes forud for overtagelsesdatoen.

Når ejendommen er erhvervet og skal indregnes i årsregnskabet. Så er reglen, at målingen ved første indregning af ejendomme er kostpris. Dette gælder også uafhængig af ejendommens efterfølgende måling og uanset klassifikation.³⁴

En virksomhed kan erhverve en ejendom på to måder:

- Investeringsejendomme kan erhverves af en ekstern part.
- Investeringsejendomme kan opføres for egen regning af virksomheden.

Materielle anlægsaktiver herunder investeringsaktiver måles ved første indregning til kostpris. Kostprisen skal indeholde alle omkostninger ved anskaffelsen, indtil det tidspunkt hvor aktivet bliver taget i brug og som direkte kan henføres til det købte eller fremstillede aktiv. Eksempler herpå kan være omkostninger til anskaffelse af aktivet og til anskaffelse af delkomponenter til aktivet, skøde, installationsomkostninger, leveringsomkostninger, advokatomkostninger eller lignende.³⁵

4.2 Ejendomsstyper

Ejendomme kan klassificeres forskelligt afhængig af hvad ejendomme bliver brugt til. Nedenfor er investeringsejendomme, domicilejendomme og handelsejendomme kort beskrevet, for at finde ud af hvilke regler jeg skal følge ved måling og indregning af ejendommen i TJM Ejendomme A/S.³⁶

4.2.1 Investeringsejendomme

Reguleres af IAS 40 - Investeringsejendomme. Investeringsejendomme skal efter ÅRL som hovedregel behandles efter reglerne om materielle anlægsaktiver. Men der er ingen direkte

³⁴ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 275

³⁵ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 275

³⁶ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 278

definition af investeringsejendomme i årsregnskabsloven, hvorfor der henvises til IAS 40 for definition heraf.

Investeringsejendomme defineres som investering i grunde og bygninger med formålet at opnå afkast i den investerede kapital ved lejeindtægter eller gevinst ved salg.

En ejendom kan ikke længere behandles som en investeringsejendom, hvis:

- Virksomheden selv begynder at anvende ejendommen. Ejendommen overgår hermed til at være en domicilejendom under øvrige materielle anlægsaktiver.
- Virksomheden begynder at gøre ejendommen salgsklar. Ejendommen overgår hermed til varebeholdninger.

I begge tilfælde skal der være tale om væsentlige ændringer.

4.2.2 Domicilejendomme

Reguleres efter IAS 16 – Materielle anlægsaktiver. Domicilejendomme defineres som ejendomme der benyttes af virksomheden selv, for eksempel til produktion, administration eller i forbindelse med handel med varer og tjenesteydelser. Domicilejendomme har altså det primære formål at tjene virksomheden.

Hvis en domicilejendom skal konverteres til en investeringsejendom, skal den føres til regnskabsmæssig værdi og behandles efter regnskabsvejledning 10 – materielle anlægsaktiver. For at en ejendom kan konverteres fra domicil- til investeringsejendom, kræver det, at ejer fraflytter ejendommen.

Hvis en ejendom samlet set har blandet investerings- og domicil formål, og de enkelte grundarealer kan opdeles og frasælges separat på for eksempel produktionsarealer og hvert areal kan behandles separat rent regnskabsmæssigt. Men hvis de ikke kan behandles separat kan ejendommen kun behandles som en investeringsejendom regnskabsmæssigt, hvis den domicilprægede andel er af uvæsentligt karakter, hvilket internationalt er under 5%.³⁷

³⁷ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 278

4.2.3 Handelsejendomme

Reguleres efter IAS 2 – Varebeholdninger. Handelsejendomme defineres som ejendomme der indgår i virksomhedens normale aktivitet med salg for øje inden for en kortere årrække.

Ejendommens faktiske anvendelse og formålet med anskaffelsen skal lægges til grund for klassificeringen af ejendommen. Investerings ejendomme udskiller sig fra de øvrige ejendomstyper idet investeringsejendomme genererer deres egne pengestrømme uafhængigt af virksomhedens øvrige aktiver og aktiviteter.

Klassifikationen af ejendomme efter ÅRL sker i overensstemmelse med IFRS.³⁸

TJM Ejendomme A/S ejer en investeringsejendom, da der 1. januar 2012 er investeret i en ejendom med formålet at opnå afkast i den investerede kapital ved lejeindtægter.

4.3 TJM Ejendomme A/S regnskab 2016 - Kostpris minus afskrivninger

Som nævnt i afsnit 4.1, skal investeringsejendommens første indregning ske til kostpris. Denne regnskabspraksis har jeg i et af mine tre eksempler valgt at bibeholde, for at kunne sammenholde indregningsmetoderne og det retvisende billede.

Investerings ejendommen blev købt 1. januar 2012 for 90 mio. kr. og på købstidspunktet vurderes købesummen at bestå af væsentlige elementer hvor brugstiden er forskellig. Dekomponering er derfor en vigtig del ved denne måle- og indregningsmetode.

4.3.1 Dekomponering

Dekomponering er et krav for alle regnskabsklasserne. Det betyder at kostprisen ved første indregning skal opdeles i væsentlige enkelte elementer af det samlede aktiv, hvis de enkelte elementer har væsentlig forskellig brugstid.

³⁸ Regnskabshåndbogen 2017, PWC, side 254

Kravet om dekomponering fremgår specifikt af IAS 16. Men det fremgår ligeledes af årsregnskabslovens generelle definition af aktiver og anlægsaktiver samt af lovens krav om systematisk afskrivning af materielle anlægsaktiver med begrænset brugstid.

Når kostprisen opdeles i væsentlige elementer skal brugstiden for hvert af disse elementer fastsættes særskilt og de enkelte elementer skal afskrives hver for sig. Opdelingen skal foretages når det fører til en væsentlig forskellig indregning i resultatopgørelsen af afskrivninger i det enkelte år, set i forhold til, hvis der ikke foretages dekomponering. Dekomponering har dermed kun betydning for indregning og måling og ikke for oplysningskravene i årsrapporten.³⁹

I TJM Ejendomme A/S er ejendommen købt for 90 mio. kr. og på købstidspunktet vurderes købesummen at bestå af følgende elementer: Grund, bygning, vinduer og døre, installationer og tagkonstruktion. Figur 7 viser dekomponeringen i TJM Ejendomme A/S.

	Kostpris	Restværdi	Brugstid
Grund	7.000.000	7.000.000	∞
Bygning	64.000.000	32.000.000	50 år
Vinduer og døre	8.800.000	0	30 år
Installationer	4.700.000	0	30 år
Tagkonstruktion	5.500.000	0	20 år
Ejendom i alt	90.000.000		

Figur 7 - Dekomponering af investeringsejendom i TJM Ejendomme A/S

Restværdien er aktivets forventede værdi efter endt brugstid. Efter den nye årsregnskabslov skal restværdien løbende vurderes, især for aktiver som på grund af inflation og konjunkturer kan have betydelige ændringer i den forventede restværdi. Dette er vigtigt, da vi for eksempel under finanskrisen så hvor påvirkeligt ejendomsmarkedet er. Ifølge de gamle regler i årsregnskabsloven, skulle man blot sætte en restværdi ved køb af et aktiv og så var denne værdi fast.

³⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 259

Brugstiden for de enkelte komponenter fastsættes på ibrugtagningstidspunktet på baggrund af de oplysninger der på dette tidspunkt er tilgængelige. Ofte hænger brugstiden sammen med aktivets økonomiske levetid, men ved fastsættelsen af brugstiden bør forskellige forhold tages i betragtning, for eksempel aktivets kapacitet og forventede produktion, forventet slitage, erfaringer med tilsvarende anlæg mv.⁴⁰

Ejendommen i TJM Ejendommen A/S blev købt 1. januar 2012. Ejendommen er opført i 1930. Der er i mellemtiden sket forskellige tilbygninger og vedligeholdelse af bygningen, hvorfor bygningens brugstid vurderes til 50 år. Vinduer og døre og installationer er skiftet i forbindelse med købet af ejendommen, hvorfor brugstiden for nye materialer af denne art vurderes til 30 år. Taget blev skiftet tilbage i 2005 og forventes at have en brugstid på 20 år. Grunden vil altid være sine penge værd og restværdien fastsættes dermed som værende samme værdi som kostprisen. Bygningen i sig selv forventes, at have en restværdi på 50% af kostprisen.

Ovenstående vurderinger er i denne opgave fastsat. De er fastsat i betragtning af at aktivet, investeringsejendommen, vil generere et stort overskud årligt, på baggrund af tidligere regnskaber. Der vil være en naturlig løbende slitage i og med det er et storcenter hvor der hver dag bevæger sig mange mennesker.

4.3.2 Afskrivninger

Kravet om at afskrive på investeringsejendomme er kun gældende for de investeringsejendomme som måles til kostpris. Det vil sige, at måles investeringsejendommen til dagsværdi, kan der ikke afskrives over ejendommens levetid.

Afskrivninger skal som hovedregel foretages systematisk over aktivets levetid. Da en ejendom er en enhed som er bestående af flere delelementer, skal disse deles op for at ramme et pålideligt afskrivningsgrundlag. Dette kaldes dekomponering og foretages på en måde så afskrivningens baseres på de enkelte enheders levetid. Afskrivninger er i princippet et udtryk

⁴⁰ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 260-261

for forbrug på ejendommen. Afskrivningerne for TJM Ejendomme A/S kan ses i anlægskartoteket i bilag 2 og indregnet i regnskabet for TJM Ejendomme A/S i bilag 1.⁴¹

4.3.3 Vedligeholdelse contra forbedringer

Den regnskabsmæssige behandling af vedligeholdelse og forbedringer afhænger af metoden som investeringsejendommen måles efter.

Ved kostprismetoden skal omkostninger der er forbundet med vedligehold eller reparationer udgiftsføres i det år omkostningen afholdes. Reparationer foretages efter skader eller lignende og vedligeholdelse er omkostninger til brug for, at ejendommen kan have den ønskede brugstid. Ved fastsættelsen af brugstiden forudsættes det nemlig også, at der foretages løbende vedligeholdelse, hvorfor der er vedligeholdelsesomkostninger.

Forbedringer er kendetegnet ved at de øger nytteværdien⁴² på ejendommen, og kan dermed forøge ejendommens brugstid, kapacitet eller reducere fremtidige omkostninger. Forbedringer skal tillægges ejendommens anskaffelsessum.

Ved måling efter kostpris skal omkostninger indregnes som et aktiv, når det er sandsynligt at omkostningen medfører yderligere fremtidige økonomiske fordele og kostprisen kan måles pålideligt. Da der ved første indregning af investeringsejendomme skal ske dekomponering af ejendommen, vil der ved udskiftning af enkelte dele, skulle registreres en afgang af den resterende regnskabsmæssige værdi og de nye dele indregnes som en tilgang på aktivet. De nye dele afskrives over den forventede brugstid, hvor der også tages hensyn til en eventuel restværdi.⁴³

Ved måling til dagsværdi er vedligeholdelse kendetegnet ved at det ikke medfører en stigning i huslejen.

⁴¹ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 269

⁴² Nytteværdi = Nutidsværdien af den forventede årlige nettoindtjening (indtægter minus forventede omkostninger ekskl. afskrivninger) ved fremtidig anvendelse af aktivet.

⁴³ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/1, EY, side 262

Forbedringer derimod kan øge huslejeindtægten. I dette tilfælde vil investeringen i forbedringen medfører et øget cash-flow og dermed påvirke forudsætningen for beregningen af dagsværdien i en sådan grad, at dagsværdien af ejendommen stiger.

Ifølge IAS 40, fremgår det, at fremtidige forbedringer i kostprisen ved måling til dagsværdi ikke må reflektere fremtidige værdistigninger i form af fremtidige investeringer i forbedringer. Dette strider i mod det formueorienterede regnskabsprincip som skal ske på baggrund af ejendommens stand og forudsætninger for statusdagen, som betyder at der skal ske beregning ud fra ejendommens forudsætninger her og nu.⁴⁴

Sondring om vedligeholdelse og forbedringer er således forskellig, afhængig af om man indregner til kostpris eller til dagsværdi.

Der er i 2016 brugt omkostninger på forbedring af ejendommen.

I TJM Ejendomme A/S forbedres ejendommen med tre nye elevatorer til en værdi af 1.300 tkr., ændret ruminddeling så er der plads til to ekstra lejere til en værdi af 2.000 tkr. samt et ventilationsanlæg til 2.000 tkr. i hele bygningen.

Elevatorer, ventilationsanlæg og ændret ruminddeling er blevet aktiveret og elevatorer har en fastsat forventet brugstid på 15 år, ventilationsanlæg på 20 år og ændret ruminddeling en brugstid på 50 år ligesom selve bygningen.

De enkelte elementer afskrives hver for sig og kan ses i bilag 2 i anlægskartoteket. Den samlede afskrivning for år 2016 for kostprismetoden er 1.592 tkr.

Ved indregning og måling til kostpris minus afskrivninger, giver dette i 2016 en værdi af ejendommen på 88.248 tkr.

⁴⁴ Erhvervsstyrelsen, notet om værdiansættelse af investeringsejendomme af 3. april 2009.

5. TJM Ejendomme regnskab 2016 – Kostpris minus afskrivninger plus opskrivninger

I mit næste eksempel af indregnings- og målemetoder i TJM Ejendomme A/S har jeg brugt kostpris minus afskrivninger plus afskrivninger, jf. ÅRL § 41.

5.1 Opskrivninger

Løbende indregning til dagsværdi er et alternativ til hovedreglen omkring måling til kostpris i henhold til årsregnskabsloven.

ÅRL § 41 – *”Virksomheder kan vælge at opskrive materielle anlægsaktiver og kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder til dagsværdi.”*

Såfremt en virksomhed jævnfør de gamle regler omkring investeringsejendom som hovedaktivitet ikke havde mulighed for at måle investeringsejendomme til dagsværdi ifølge ÅRL § 38, er der ifølge ÅRL § 41 mulighed for, at opskrive materielle anlægsaktiver til dagsværdi. Opskrivning skal foretages til dagsværdi. Dagsværdien svarer i et velfungerende marked til salgsværdien af aktivet. Men hvis der ikke eksisterer et velfungerende marked og der ej heller kan indhentes en tilnærmet salgspris, kan virksomheden vælge at anvende genanskaffelses- eller nettorealiseringsværdien.⁴⁵

Grundlaget for denne opskrivning er en løbende revurdering. Opskrivningen reduceret for udskudt skat skal bindes på egenkapitalen under ’reserve for opskrivninger’ og er en fortsat bunden reserve som ikke kan anvendes til udbytte eller til dækning af underskud.

Omvurderingen af aktivets værdi, skal løbende revurderes i et interval der passer til de forventede udsving i dagsværdien. Det betyder i praksis at investeringsejendomme som ikke er udsat for de store udsving, vil der kunne foretages revurdering hvert tredje til femte år.⁴⁶

Opskrivninger skal skrives ind i anlægskartoteket som et særskilt komponent, da denne også skal afskrives. I TJM Ejendomme A/S udgør årets afskrivninger dermed 1.992 tkr. og

⁴⁵ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 269

⁴⁶ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 269

ejendommens værdi bliver efter opskrivning til dagsværdi minus afskrivninger 110.606 tkr. Det skal bemærkes at opskrivningerne er skrevet ind som en linje i anlægskartoteket, for at vise hvert års opskrivninger.

Metoden for indregning til kostpris minus afskrivninger plus opskrivninger er en metode der ikke anvendes særlig ofte, og metoden bliver højst sandsynligt ikke brugt meget fremadrettet heller, set i forhold til ændringen i den nye årsregnskabslov hvor at investeringsaktivitet ikke længere skal være hovedaktivitet for, at indregne til dagsværdi. Fordelen ved metoden om indregning til kostpris minus afskrivninger plus opskrivninger er, at egenkapitalen ser pænere ud men ulempen er, at afskrivningerne belaster resultatopgørelsen. Dette har i sammenhæng med regnskabsparadigmerne indflydelse på det retvisende billede, som vil blive kommenteret senere i opgaven.

Metoden for kostpris minus afskrivninger plus opskrivninger, kan være aktuelt for handelsejendomme, da det her både er vigtigt at kende driftsaktiviteten og virksomhedens værdi for regnskabslæser, men dette vil jeg ikke komme nærmere ind på.

6. Nedskrivninger

Som nævnt i afsnit 3.3 om det foretrukne regnskabsparadigme anvendes ofte en kombination. Både ÅRL og IFRS kræver nedskrivning af aktiver som ikke løbende måler dagsværdi til genindvindingsværdien, såfremt den overstiger den regnskabsmæssige værdi af kostprisen med fradrag af afskrivninger. Genindvindingsværdien er den værdi, som er den højeste af kapitalværdien eller salgsværdien fratrukket forventede omkostninger ved salg jævnfør ÅRL § 42.⁴⁷

Kapitalværdien er nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme som aktivet forventes at indbringe ved fortsat benyttelse på samme vilkår. ÅRL vil kræve nedskrivningstest når der er indikationer på værdiforringelse, men henviser til IAS 36 for at bestemme hvordan målingen skal opgøres. I praksis vil en nedskrivningstest dog oftest blive foretaget. Men genindvindingsværdien for en investeringsejendom, kan som et af de eneste aktiver, ofte

⁴⁷Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 268

måles efter cash in-flows som er et aktiv der genererer indgående pengestrømme uafhængigt af andre aktiver.⁴⁸

Nedskrivninger skal indregnes i resultatopgørelsen, da nedskrivninger reducerer aktivets fremtidige afskrivningsgrundlag. Det reducerede afskrivningsgrundlag med fradrag af foretagne afskrivninger fordeles systematisk over aktivets resterende løbetid. ÅRL præciserer at tidligere indregnede nedskrivninger skal tilbageføres, hvis begrundelsen for nedskrivningen ikke længere er til stede. For eksempel hvis ejendomspriserne har været faldende, men nu er stigende igen.⁴⁹

En nedskrivning kan også være en tilbageførsel af en tidligere foretaget opskrivning, hvis grundlaget herfor ikke længere er tilstede.

Jeg vil ikke komme nærmere ind på nedskrivning, da der for første gang siden finanskrisen er positive toner på ejendomsmarkedet og ejendommen nærmere bør opskrives.

7. Ny årsregnskabslov

Hidtil har virksomheder der har udøvet investeringsvirksomhed som hovedaktivitet kunne indregne investeringsaktiver og forbundne finansielle forpligtelser til dagsværdi. Under investeringsvirksomhed er blandt andet investeringsejendomme.

Bestemmelsen er nu ændret og det er ikke længere et krav at investering skal være virksomhedens hovedaktivitet, for at indregne til dagsværdi. Ligeledes afgrænses investeringsaktiverne som kan måles til dagsværdi via resultatopgørelsen til investeringsejendomme.

Det betyder at man ikke længere behøver at være investeringsvirksomhed for at anvende ÅRL § 38 på investeringsejendomme og dermed indregne til dagsværdi over resultatopgørelsen, nu kan alle virksomheder med en investeringsejendom indregne efter § 38. Ændringerne

⁴⁸ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 269

⁴⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 269

medfører dog også, at det ikke længere er muligt at indregne tilknyttet gæld til dagsværdi. Gælden skal nu indregnes til amortiseret kostpris.

Som hidtil skal man ikke afskrive på investeringsejendomme, hvis man indregner efter ÅRL § 38.⁵⁰

Ændringen får særligt betydning for de virksomheder, som der hidtil ikke kunne opfylde kravet om investeringsejendom som hovedaktivitet, men dog har en investeringsejendom og ønsker at indregne og måle investeringsejendommen til dagsværdi, med værdiregulering over resultatopgørelsen. Det får disse virksomheder nu mulighed for efter ÅRL § 38.⁵¹

8. TJM Ejendomme regnskab 2016 - Indregning til dagsværdi

Virksomheder med investeringsejendomme kan benytte en særregel i henhold til årsregnskabsloven § 38 – *Efter første indregning kan investeringsejendomme løbende reguleres til dagsværdi.*

Lovens definition på dagsværdi ifølge ÅRL - *Beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter.*⁵²

Definition på dagsværdi ifølge IFRS 13 - *Den pris, som vil blive modtaget ved salg af et aktiv eller betalt for overdragelse af en forpligtelse i en regulær handel mellem markedsdeltagere på balancedagen.*⁵³

Finanskrisen tydeliggjorde et behov for en begrebsramme for dagsværdimåling og IASB har derfor udarbejdet IFRS 13 som indeholder en række definitioner og forudsætninger i forbindelse med dagsværdiansættelse af aktiver og forpligtelser.

⁵⁰ Regnskabshåndbogen 2017, PwC, side 39

⁵¹ Regnskabshåndbogen 2017, PwC, side 40

⁵² Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 76

⁵³ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 77

Det er frivilligt for virksomheder, om de vil måle investeringsejendomme til dagsværdi efter § 38, men ved et eventuelt tilvalg skal målingen ske for samtlige investeringsejendomme, som en virksomhed er i besiddelse af.

Formålet med dagsværdimåling er at fastsætte den pris som ville bruges i en regulær handel, hvor køber og sælger udveksler et aktiv eller en forpligtelse på balancedagen på nuværende markedsvilkår- og betingelser. Ved dagsværdi måling skal virksomheden vurdere:⁵⁴

- Hvilket konkret aktiv eller forpligtelse som skal måles til dagsværdi
- For et ikke-finansiel aktiv, hvilke centrale forudsætninger der er passende.
- Hvilket marked der er det mest fordelagtige for aktivet eller forpligtelsen.
- Hvilken værdiansættelsesmetode der er mest hensigtsmæssig, baseret på tilgængeligheden af data, der kan bruges som input og som repræsentere de forudsætninger markedet ville lægge til grund ved opgørelse af en dagsværdi af aktivet eller forpligtelsen, samt hvilket niveau i dagsværdihierarkiet hvori disse inputs kategoriseres.

Hvis man vælger at værdiregulere investeringsejendomme efter bestemmelsen i ÅRL § 38 skal der ske årlig værdiregulering. Værdireguleringen skal indregnes i resultatopgørelsen som en del af den ordinære drift. Dagsværdiregulering af investeringsejendomme skal ses i relation til det formueorienterede paradigme, hvor balancen er i centrum og resultatopgørelsen kun ses som en modpost til reguleringen i balancen, da ejendommens værdi skal vurderes og ændring af denne værdi bliver afspejlet i resultatopgørelsen. Reguleringen anses ikke for nettoomsætning, men som andre driftsindtægter.

Der foretages ikke afskrivninger på investeringsejendomme ved indregning til dagsværdi efter § 38, da dagsværdireguleringerne skal sikre aktivets reelle værdi er afspejlet i regnskabet.⁵⁵

Dagsværdiregulering af investeringsejendomme udgør en fri reserve og kan dermed anvendes til udbytteudlodning.

⁵⁴ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 77

⁵⁵ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 275

Hvis man som virksomhed med investeringsejendom, uden det hidtil har været hovedaktivitet og man nu vælger at indregne til dagsværdi efter ÅRL § 38, skal det tilvælges i anvendt regnskabspraksis efter årsregnskabslovens almindelige regler. Det betyder at man kun må ændre anvendt regnskabspraksis, hvis den nye praksis medfører et mere retvisende billede. Ligeledes skal ændringer foretages med tilbagevirkende kraft, det vil sige at sammenligningstal også skal ændres.⁵⁶

For de virksomheder som ikke tidligere har kunne indregne til dagsværdi, kan den første værdiregulering ved dagsværdi indregnes på egenkapitalen ultimo det år man ændrer regnskabspraksis. Det betyder at man ikke kan foretage praksisændringen før ultimo 2016. Som tidligere nævnt skal reglerne implementeres med tilbagevirkende kraft, hvilket kan være meget vanskeligt, hvis man ikke har kendt dagsværdien ved sidste og forrige regnskabsår.⁵⁷

For de virksomheder som hidtil har haft investeringsejendom som hovedaktivitet og stadigvæk ønsker at indregne og måle til dagsværdi efter ÅRL § 38, sker der væsentlig ændring. Investeringsvirksomheder må ikke længere benytte reglerne på andre investeringsaktiver, som for eksempel finansielle aktiver eller råstoffer, end investeringsejendomme. Ligeledes må den tilhørende gældsforpligtelse til investeringsejendommen ikke længere måles til dagsværdi også selvom den er direkte forbundet. Gæld skal i stedet indregnes og måles til amortiseret kostpris efter ÅRL § 37.⁵⁸

I korte træk betyder det, at de særregler der har været for investeringsvirksomheder nu ophæves. Investeringsvirksomhederne kan herefter kun måle investeringsaktiver til dagsværdi på investeringsejendomme på samme vilkår som andre virksomheder.

Investeringsvirksomheder som investerer i investeringsejendomme kan dermed fortsætte med at indregne og måle til dagsværdi via resultatopgørelsen, men er nødt til at ændre indregningen og målingen for gældsforpligtelser til amortiseret kostpris efter § 37.

Der er nogle frivillige overgangsbestemmelser i forbindelse med de væsentlige ændringer. Hvilket i forbindelse med gælden, betyder at forskellen mellem den nye kostpris og den

⁵⁶ Regnskabshåndbogen 2017, PwC, side 39

⁵⁷ Regnskabshåndbogen 2017, PwC, side 39

⁵⁸ Regnskabshåndbogen 2017, PwC, side 40

nominelle gæld amortiseres over den resterende tilbagebetalingsperiode på gælden. Alle overgangsbestemmelser er frivillige, men hvis en virksomhed ønsker at ændre til den nye anvendte regnskabspraksis med tilbagevirkende kraft, er dette også muligt, da man kan gå tilbage og opgøre den faktiske kursværdi, restgæld og amortiseringsomkostning.⁵⁹

Ifølge internationale bestemmelser om opgørelse af dagsværdi er den bedste dokumentation for dagsværdien de aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i et tilsvarende leje- eller kontraktforhold.⁶⁰ Det stiller krav til at virksomheden, som ønsker at værdiansætte ejendommen, har indgående indsigt og kendskab til ejendomsmarkedet. Derudover stiller det krav til den ejendom der ønskes værdiansat er sammenlignelig med andre tilsvarende nyligt solgte ejendomme. Da det oftest ikke er tilfældet har virksomhederne mulighed for at fravige bestemmelse i IAS 40 og i stedet inddrage kilder nedenfor:⁶¹

Aktuelle priser på et aktivt marked for ejendomme, som er af en anden art, i en anden vedligeholdelsesstandard eller har en anden beliggenhed eller som indgår i andre typer leje- og kontraktforhold, som reguleres for at afspejle forskellene.⁶²

Nylige priser for lignende ejendomme på mindre aktive markeder, der reguleres for at afspejle eventuelle ændringer i økonomiske forhold efter det tidspunkt, hvor transaktionerne til disse priser fandt sted.⁶³

Diskonterede pengestrømsprognoser baseret på pålidelige skøn over fremtidige pengestrømme. På grundlag af vilkår for eksisterende leje- og kontraktforhold og om muligt ekstern dokumentation såsom den aktuelle markedsleje for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstandard. Diskonteringssatsen afspejler aktuelle markedsvurderinger af usikkerhed forbundet med beløb og tidspunkt for pengestrømme.⁶⁴

⁵⁹ Regnskabshåndbogen 2017, PwC, side 41

⁶⁰ IAS 40

⁶¹ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 62

⁶² Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 81

⁶³ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 81

⁶⁴ IAS 40

Loven siger per definition at dagsværdi er mest retvisende, dette skal ses i sammenhæng med at det er langt sværere, hvis ikke næsten umuligt at skrive regnskabspraksis væk fra dagsværdi hvis denne først er valgt.⁶⁵

8.1 Værdiansættelsesmetoder til opgørelse af dagsværdi

Formålet med dette afsnit er at besvare en del af første undersøgelsesspørgsmål om metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme. Indregningsmetoderne om kostpris og opskrivninger er allerede gennemgået og indregning til dagsværdi vil nu blive gennemgået. Som nævnt i afsnit 8 siger loven per definition at dagsværdi er det mest retvisende. Jeg har derfor valgt at bruge en stor del af opgaven på måling og indregning til dagsværdi. Afsnittet vil være en del beskrivende, men vil også vil ligge op til analyse og diskussion af de faktorer og usikkerheder som indgår i værdiansættelsesmetoderne ved dagsværdi.

Som beskrevet ovenfor er den bedste dokumentation for værdiansættelse, aktuelle priser på et aktivt marked for en tilsvarende ejendom. Bestemmelse i IAS 40 tillader dog at dagsværdiopgørelser foretages på baggrund af diskonterede pengestrømsprognoser. I praksis foretages sådanne dagsværdiopgørelser ved brug af modellerne 'normalindtjeningsmodellen' eller 'discounted cash flow modellen' og kaldet 'DCF-modellen'. De forskellige indregningsmetoder er nævnt nedenfor.⁶⁶

Markedsmetoden: Anvender kurser og diverse andre oplysninger som er genereret af markedstransaktioner, som involverer identiske aktiver eller forpligtelser. Alternativt dagsværdier i et aktivt marked. Sammenlignelige transaktioner i et aktivt marked for tilsvarende aktiver eller forpligtelser.

Indkomstmetoden: Konverterer fremtidige beløb f.eks. pengestrømme eller indtægter og omkostninger til et enkelt nuværende diskonteret beløb. Alternativt skøn over økonomiske fordele fra aktivet. Nettoindtægt, omkostningsbesparelser, royaltyindtægt, diskontering af nettopengestrømme.

⁶⁵ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 270

⁶⁶ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 78

Omkostningsmetoden: Afspejler det beløb som aktuelt vil kræves for at erstatte et aktivs nytteværdi – aktuel genanskaffelsesværdi. Alternativt, kostprisen for at genskaffe et tilsvarende aktiv. Eksakt kopi eller genskabe funktionalitet

Når man skal dagsværdiansætte er det vigtigt at søge den bedste værdiansættelsesmetode, som anvender højest opnåelige og mest pålidelige forudsætninger til opgørelse af en dagsværdi.

Ved dagsværdiansættelse skal der tages udgangspunkt i det specifikke aktiv eller forpligtelse. I mit eksempel i TJM ejendomme A/S er der for eksempel tale om en investeringsejendom. Her skal der tages udgangspunkt i ejendommens konkrete beliggenhed, antal kvadratmeter og øvrige data som alder, nuværende anvendelse, alternative anvendelsesmuligheder, vedligeholdelsesstandard mv.⁶⁷

For at måle ejendommen i TJM ejendomme A/S til dagsværdi, skal målingen tage udgangspunkt i en regulær men hypotetisk transaktion, hvor køber og sælger handler ejendommen på balancetidspunktet på de nuværende markedsvilkår- og betingelser, hvor det antages at blive gennemført i en normal salgsperiode og sælger har haft mulighed for passende markedsføring og køber har haft passende mulighed for at vurdere ejendommen.⁶⁸

Virksomheden skal anvende samme forudsætninger som markedsdeltagerne vil anvende til prisfastsættelsen af ejendommen. Markedsdeltagerne anses for at være erfarne og have en tilstrækkelig indsigt i ejendommen i det primære marked som er for tilsvarende ejendomme eller det mest fordelagtige marked som er der marked der maksimere det beløb som kunne opnås ved at sælge ejendommen. Det skal dog kun anvendes hvis ikke der er et primært marked. Markedsdeltagerne skal ligeledes have en tilstrækkelig indsigt overfor øvrige markedsdeltagere.

⁶⁷ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 81

⁶⁸ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 80

En dagsværdi skal som udgangspunkt ikke afspejle en salgspris ved en tvungen transaktion, som f.eks. tvangsauktion.⁶⁹

Dagsværdi prisen er den pris som vil blive modtaget ved salg af ejendommen i et aktivt marked og prissætningen på markedet derfor er effektiv. Der bliver handlet ejendomme hele tiden, hvorfor markedet anses for værende aktivt.⁷⁰

Dagsværdien i TJM Ejendomme A/S bliver opgjort på baggrund af indkomstmetoden, da det ikke har været muligt at finde en sammenlignelig ejendom til et storcenter, da disse ofte ikke ligger i nærheden af hinanden og ej heller bliver handlet så ofte. Til brug herfor findes der to afkastbaserede modeller, normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, disse vil blive gennemgået i de følgende afsnit.

8.2 Normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen anvendes til opgørelse af dagsværdien for en investeringsejendom. Modellen defineres i bekendtgørelse nr. 1265 om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. af 26. marts 2014.⁷¹

Værdien på investeringsejendommen opgøres på baggrund af ejendommens forventede nettodriftsresultat også kaldet driftsafkast i et normaliseret drift år, forrentningskrav fastsat på baggrund af den enkelte ejendom og tillæg og fradrag for særlige forhold. I normalindtjeningsmodellen tilbagediskonteres pengestrømme ultimo året.⁷²

Modellen inddeles typisk i tre etaper.⁷³

- Etape 1 – Ejendommens driftsafkast
- Etape 2 – Ejendommens forrentningskrav
- Etape 3 – Tillæg og fradrag

⁶⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 81

⁷⁰ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 76-82

⁷¹ <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=162328> (30-04-2017)

⁷² Værdiansættelse af investeringsejendomme, definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark Side 15

⁷³ Indregning og måling af investeringsejendomme. Lars Hørberg. Side 13

Selve beregningen af ejendommens værdi kan opstilles i følgende formel:

Driftsafkast + forrentningskrav +/- tillæg og fradrag = ejendomsværdi

8.2.1 Etape 1 – Ejendommens driftsafkast

Ejendommens driftsafkast opgøres som budget for de kommende 12 måneder fra opgørelsestidspunktet ud fra den aktuelle viden, der er tilstede på det givne tidspunkt. I forhold til værdiansættelse af investeringsejendomme til brug for regnskabet vil opgørelsestidspunktet være balancedagen.⁷⁴

Driftsafkastet består af nedenstående poster:

- + Årlig forventet lejeindtægt ifølge indgående lejekontrakter.
- +/- Regulering til forventet markedsleje
- + Skønnet årlig markedsleje på ikke udlejede arealer
- Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
- Administrationsomkostninger
- Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
- = Budgetteret driftsafkast

Huslejeindtægterne fastsættes på baggrund af indgående lejekontrakter. Det forudsættes at de indgåede kontrakter løber 12 måneder fra opgørelsestidspunktet. Hvis den faktiske husleje fraviger væsentligt fra den forventede markedsleje, skal der reguleres hertil. Herefter tillægges en skønnet markedsleje for tomme lejemål.

Til sidst fratrækkes gennemsnitlige vedligeholdelsesudgifter, administrationsomkostninger og ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger.

⁷⁴ KPMG Investeringsejendomme. Side 46-47

8.2.2 Etape 2 – Ejendommens forrentningskrav

Forrentningskravet, som også kaldes afkastkravet, er det minimumsafkast, som er fastsat for ejendommen. Forrentningskravet afspejler risikoen som investoren har i forbindelse med investering i ejendommen. Hvis der er høj risiko ved investeringen, bliver investor kompenseret herfor, hvilket afspejler et højere forrentningskrav.

Forrentningskravet kan defineres som følgende:

$$\text{Risikofri rente} + \text{markedsrisikopræmie for investeringsejendomme} = \text{Forrentningskrav}^{75}$$

Risici og faktorer i forbindelse med forrentningskravet gennemgås senere i opgaven.

Ved de indledende to etaper, forsøger man i en værdiansættelse af en investeringsejendom at normalisere ejendommen.

8.2.3 Etape 3 – Tillæg og fradrag

I Etape 1 og 2 opgøres den normaliserede dagsværdi for ejendommen der skal værdiansættes. Men den værdi skal reguleres for forskellige tillæg og fradrag, som er særlige forhold for den enkelte ejendom som værdiansættes.

- Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer.
- Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
- Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
- Fradrag for udgifter til klargøring af ikke udlejede arealer
- Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægter af modtaget deposita og andre faste forudbetalinger⁷⁶

Der skal reguleres for disse tillæg og fradrag da der i etape 1 er foretaget en række skøn i forbindelse med opgørelse af en normaliseret drift, hvilket ikke nødvendigvis afspejler den aktuelle situation for ejendommen som værdiansættes.

⁷⁵ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark side 7

⁷⁶ KPMG Investeringsejendomme. Side 49

Der skal korrigeres for tomme lejemål, da driftsafkastet i etape 1 blev opgjort under forudsætning af, at ejendommens lokaler er lejet fuldt ud. Fradraget beregnes som lejeindtægter for de tomme lejemål indtil man forventer genudlejning.

Reguleringen i forhold til markedslejen tager ikke hensyn til det tidsmæssige perspektiv i etape 1, så såfremt forskellen mellem markedslejen og de faktiske huslejeindtægter først forventes at opstå på et senere tidspunkt end opgørelsestidspunktet, skal dette reguleres i etape 3. Vedligeholdelsesomkostninger i etape 1 er reguleret på baggrund af historiske tal, hvor der ved at tage ejendommens stand i betragtning skal foretages regulering for eventuelle udskudte vedligeholdelsesudgifter.

Hvis tomme lejemål kræver istandsættelse før genudlejning og udlejer betaler for disse udgifter, skal der i opgørelsen af ejendommens værdi, indregnes et fradrag til dækning af disse, dog må der kun tages fradrag for udgifterne, hvis det ikke omfatter istandsættelse som fører til stigende lejeindtægter jævnfør sondringen mellem vedligeholdelse og forbedringer.

Ved indgåelse af lejekontrakter indbetaler lejer som regel et depositum. De deponerede beløb må forrentes og de fremtidige tilskrevne renter skal tilbagediskonteres i modellen. Der skal derfor reguleres for denne værdi, alternativt tillægges depositum ejendommens værdi i etape 3.⁷⁷ Dette gøres for at få en uendelig pengestrøm til kurs pari.

Ulemperne ved normalindtjeningsmodellen er den manglende tilbagediskonteringsdel i pengestrømmene. Modellen er sårbar og kan medføre væsentlige fejlskøn med beregningen af dagsværdien, da modellen kun inddrager ét normaliseret drift år. Dog kan man sige at det ene år svarer til et normal år, som derfor er lig med terminalperioden i DCF-modellen.

Fordelene ligger i modellens simple opbygning og lette tilgængelighed. Det er let at skabe transparens i modelbeskrivelsen i anvendt regnskabspraksis og modellen er logisk og letforståelig. Men der stilles ved anvendelse af modellen krav til vurderingsmandens kompetence og erfaring med hensyn til vurderingen af det nuværende og fremtidige markedsniveau, herunder de faktorer der reguleres for i etape 3.

⁷⁷ KPMG investeringsejendomme side 49

Ved at korrekt anvendelse af fagfolk med den nødvendige viden, erfaring og ekspertise, giver normalindtjeningsmodellen et ligeså retvisende billede af dagsværdien som DCF-modellen, som via længere budgethorisont, kører med en tilbagediskontering af det enkelte års pengestrømme.

8.3 DCF-modellen

DCF-modellen er også en anerkendt værdiansættelsesmodel og er et alternativ til normalindtjeningsmodellen. Førhen var normalindtjeningsmodellen den mest brugte, dette er dog vendt i de senere år og DCF-modellen har vundet større indpas hos brugerne. Det kan begrundes med den stigende internationalisering og den informationsmæssige fordel der er ved at kunne følge ejendommens betalingsstrømme over tid.⁷⁸ DCF-modellen er i de større ejendomsselskaber den mest anvendte model, hvor normalindtjeningsmodellen er den mest foretrukne hos de mindre ejendomsselskaber.⁷⁹

DCF-modellen går overordnet ud på at opgøre dagsværdien af ejendommens på baggrund af de forventede fremtidige pengestrømme fra driften som tilbagediskonteres med investors diskonteringsrente. Diskonteringsrenten er som udgangspunkt givet ved ejendommens nominelle forrentningskrav fratrasket inflation.⁸⁰

Modellen tager udgangspunkt i to tidsperioder; budgetperioden og terminalperioden.

Budgetperioden skal vare frem til det tidspunkt hvor ejendommens fremtidige pengestrømme er stabile og terminalperioden er restperioden af ejendommens forventede levetid og terminalperioden træder dermed i kraft så snart de forventede fremtidige pengestrømme for ejendommens drift forventes at udgøre et normal år.

DCF-modellen kan opdeles i 5 trin

⁷⁸ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 22

⁷⁹ <http://www.ey.com/DK/da/Industries/Real-Estate/artikel-faldgrupper-ved-aflaeggelse-af-aarsrapporter-181214>, læst 2. april 2017

⁸⁰ Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 7

- Trin 1 – Bestemmelse af pengestrømme i budgetperioden.
- Trin 2 – Tilbagediskontering af pengestrømme fra budgetperioden til dagsværdi.
- Trin 3 – Bestemmelse af terminalværdi.
- Trin 4 – Tilbagediskontering af terminalværdi til dagsværdi.
- Trin 5 – Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier.

8.3.1 Trin 1

Der skal foretages detaljeret budgettering af driften af de enkelte regnskabsår i budgetperioden. Indtægter og omkostninger i forbindelse med drift af ejendommen giver frie pengestrømme.

Indtægterne omfatter for eksempel

- Lejeindtægter for lokaler, parkeringspladser, lysreklamer mv.
- Lejeregulering, hvis lejen forventes at kunne hæves eller sænkes på grund af aftaler i lejekontrakter og forventninger til den almindelige prisudvikling

Omkostningerne omfatter for eksempel

- Omkostninger til administration, ejendomsskatter og forsikring
- Investeringer i ejendommen
- Omkostninger til tomme lejemål i ejendommen
- Omkostninger til vedligeholdelse

Budgetperioden bør have en længde som svarer til udviklingsplanerne for ejendommen. Den er forskellig fra ejendom til ejendom, men mange anvender 10 år og skal svare til en fuldt udviklet ejendom for terminalperioden.⁸¹

⁸¹ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 7

8.3.2 Trin 2

Værdien af de fremtidige pengestrømme bestemmes ved at tilbagediskontere dem med udgangspunktet.

Der skal anvendes en diskonteringsrente for at tilbagediskontere og denne fastsættes for den enkelte ejendom. Diskonteringsrenten afhænger af både ejendomsrelaterede risici og makroøkonomiske forhold, ligesom normalindtjeningsmodellen, den kan derfor være vanskelig at bestemme.⁸²

8.3.3 Trin 3

Når budgetperioden udløber antages det at de frie pengestrømme er normaliseret. Terminalåret er dermed udtryk for gennemsnittet i de fremtidige år og kan betragtes som et normal år. Værdien af ejendommen i terminalåret opgøres med udgangspunkt i ét terminalår. Denne værdi findes ved hjælp af forrentningskravet uden inflation.⁸³

8.3.4 Trin 4

Ligesom pengestrømmene i budgetperioden, skal terminalværdien ligeledes tilbagediskonteres. For eksempel hvis terminalåret er år 11, skal nutidsværdien findes ved at tilbagediskontere værdien af terminalåret i 10 år.⁸⁴

8.3.5 Trin 5

Værdien af ejendommen er summen af de tilbagediskonterede pengestrømme fra henholdsvis budgetperioden og den tilbagediskonterede terminalværdi.

Ved de ovenstående 5 trin beregnes dagsværdien af en ejendom ved brug af DCF-modellen.⁸⁵

⁸² Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 8

⁸³ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 9

⁸⁴ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark side 9

⁸⁵ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 9

8.4 Sammenligning af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen

Graden Detaljeringsgraden er en af de primære forskelle i modellerne. I DCF-modellens budgetperiode er det for eksempel muligt at foretage en detaljeret budgettering af de fremtidige pengestrømme. Lejeindtægter kan specificeres per lejer eller lejemål, hvilket vil være relevant hvis lejen reguleres forskelligt. Dette er ikke på samme måde muligt i normalindtjeningsmodellen.

Derudover er der forskel på mulighed for hvordan den forventede effekt af udlejningspotentiale og omkostninger til renovering forbundet hermed indregnes. Hvis virksomheden ønsker at værdiansætte en ejendom som har stort udlejningspotentiale efter en renovering, kan man i DCF-modellen medtage den forventede stigning i lejeindtægterne i budgetperioden. I normalindtjeningsperioden skal der reguleres for en fremtidig værdistigning samtidig med en enkeltstående omkostning, hvilket vil være svært.

Forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen DCF-modellen kan sammenlignes, dog er der alligevel en stor forskel på grund af inflationen. Diskonteringsrenten i DCF-modellen, fratrasket inflation, kan sammenlignes med forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen, dog under den forudsætning at forrentningskravet i normalindtjeningsperioden er opgjort uden at medregne forhold som normalt medtages i etape 3.

Normalindtjeningsmodellen vil i praksis være nemmere at anvende end DCF-modellen, da der er mindre beregninger. Modellen er god i forbindelse med ejendomme i god stand, lejen er på niveau med markedslejen og at denne reguleres ens for alle lejemål. Normalindtjeningsmodellen er let anvendelig når driften er stabil, hvorimod det er lettere at korrigere i de enkelte år i DCF-modellen hvis driften har store udsving.

DCF-modellen er bedre egnet til ejendomme som kræver detaljeret budgettering af pengestrømme.

Begge modeller er anvendelige i forhold til værdiansættelse af ejendomme, der kan blot være forhold omkring ejendommen, som gør, at den ene model er mere velegnet end den anden. I begge modeller er der mange skøn, hvorfor det medfører en høj grad af regnskabsmæssig skøn i regnskabsposten investeringsejendomme. Dette vedrører særligt forholdene om

markedsleje, forrentningskrav og budgettering af fremtidig vedligeholdelse. Modellerne er dog et forsøg på at ensarte og konkretisere værdiansættelsen af investeringsejendomme.⁸⁶

8.5 Faktorer til brug for beregning af dagsværdi

Værdiansættelse af investeringsejendomme er præget af væsentlig usikkerhed grundet de mange faktorer som indgår i værdiansættelsesmodellerne. Det er derfor interessant at se på hvordan disse faktorer opgøres samt tage en diskussion af hvorfor faktorerne kan være vanskelige at opgøre.

8.5.1 Huslejeindtægter

Huslejeindtægter består af tre typer; leje i henhold til lejekontrakter, regulering til markedsleje og årlig skønnet markedsleje for tomme lejemål.

Huslejeindtægterne skal opgøres som den leje der opnås i henhold til indgående lejekontrakter, under den forudsætning at lejekontrakterne løber i mere end 12 måneder på opgørelsestidspunktet.

Normalindtjeningsmodellen tager udgangspunkt i et stabilt år. Hvorimod huslejen budgetteres over en længere årrække i DCF-modellen, hvilket giver en højere detaljeringsgrad, da lejeindtægter ligeledes kan budgetteres per lejemål og forskellige lejevilkår. I DCF-modellen kan der altså opstilles pengestrømme per lejer og på den måde tage højde for individuelle lejereguleringer, opsigelsesperioder mv. Normalindtjeningsmodellens normal år skal dog forsøge at kompensere herfor.

I DCF-modellen skal lejeindtægterne budgetteres i hele lejeperioden, hvilket gøres ved at skrive den nuværende leje ind på opgørelsestidspunktet og dertil tillægges en procentvis stigning hvert år i henhold til lejekontrakten. Stigningen svarer typisk til minimumsstigningen i henhold til kontrakten eller stigningen i nettoprisindekset, som følger inflationen.⁸⁷

⁸⁶ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 8-11

⁸⁷ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 13

Den forventede lejeindtægt bør afspejle markedslejen såfremt der er store forskelle på den aktuelle husleje i henhold til kontrakten og markedslejen, samt hvis man forventer at lejen reguleres på et senere tidspunkt, skal der ligeledes reguleres til markedslejen.

I normalindtjeningsmodellen indregnes hele effekten af regulering til markedsleje i etape 1. Der korrigeres herefter i etape 3 for den tidsperiode der er kontraktbestemt inden reguleringen til markedslejen forventes at finde sted.

I DCF-modellen indregnes reguleringen til markedslejen i budgetperioden fra det år hvor reguleringen forventes at finde sted. Lejen bør reguleres til markedslejen efter den periode hvor lejekontrakterne er uopsigelige da denne leje ses som fastlagt.

8.5.2 Tomme lejemål

Hvis man kender til, at der er tomme lejemål, skal det med i opgørelsen af ejendommens driftsafkast.⁸⁸ I normalindtjeningsmodellen skal den skønnede huslejeindtægt for de tomme lejemål indregnes, det vil sige at indtægten for de tomme lejemål i perioden frem til forventet genudlejning trækkes fra i etape 3. I DCF-modellen indregnes perioden for tomme lejemål i pengestrømmene. Indtægter for de tomme lejemål skal indregnes, når man forventer udlejning igen. Usikkerheden omkring fremtidige men ikke kendte tomme lejemål er en risiko som indgår i forrentningskravet.⁸⁹

Ved ejendomme med få lejere er risikoen for tomme lejemål lettere at vurdere ud fra uopsigeligheden i lejers kontrakt og lejers manglende betalinger. Perioden for de tomme lejemål skal måles i forhold til lejemålets stand, størrelse, indretning og beliggenhed i forhold til efterspørgsel. Ved en ejendom med flere lejere vil uopsigeligheden i kontrakten som regel være kortere og lejemålene mindre. Så her betragter man perioden for tomme lejemål i gennemsnit ud fra historiske data og markedet generelt.⁹⁰

⁸⁸ KPMG – Investeringsejendomme side 48

⁸⁹ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 13

⁹⁰ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 41

8.5.3 Driftsomkostninger

Driftsomkostninger indeholder som tidligere nævnt omkostninger til administration, ejendomsskatter, forsikringer, forventede omkostninger til tomme lejemål og vedligeholdelse. I normalindtjeningsmodellen skal driftsafkastet afspejle et stabilt drift år, hvilket betyder at driftsomkostninger også skal afspejle et stabilt år. Hvis omkostningerne svinger meget har man mulighed for at se på en periodes gennemsnit til brug for opgørelse af omkostningerne.⁹¹

I DCF-modellen opgøres de forventede omkostninger i henholdsvis budgetperioden og terminalperioden. I praksis tager man udgangspunkt i de nuværende omkostninger og tillægger en procentvis stigning, såsom inflationen. Hvis man derudover har forventninger til yderligere omkostninger skal disse ligeledes tillægges, som for eksempel hvis man ved, at taget skal skiftes om 5 år. Disse forventede omkostninger bliver der ikke taget højde for på samme måde i normalindtjeningsmodellen, dog kan denne type omkostning fratrækkes i etape 3. Gennemsnitlig vedligeholdelse contra budgetteret vedligeholdelse er en af forskellene mellem de to værdiansættelsesmodeller.

Det afhænger af omkostningstype om hvor stor usikkerhed der er. For eksempel er ejendomsskatten opgjort med en fastsat promille af grundværdien efter fradrag af forbedringer.⁹² Denne opgørelse er bestemt af SKAT, hvilket betyder der ikke er den store usikkerhed omkring budgettering af ejendomsskatter.

Vedligeholdelse er en omkostning der er præget af stor usikkerhed. Det vil være oplagt at se på historiske data omkring vedligeholdelse af ejendommen, for at have en ide om hvad der skal vedligeholdelses fremadrettet. Men dette er ikke tilstrækkeligt for budgetteringen, der skal indarbejdes en forventning til vedligeholdelsesomkostningsniveauet i fremtiden.

Der er også forskel på usikkerheden i forbindelse med om omkostninger bliver betalt af lejer eller udlejer. Hvis omkostninger bliver betalt af lejer, vil det påvirke usikkerheden ved budgettering af omkostningerne positivt, da usikkerheden dermed bliver mindre i og med

⁹¹ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 13

⁹² <http://www.kk.dk/artikel/ejendomsskatter-og-afgifter> (05-04-2017)

omkostningerne ikke vil have effekt på pengestrømmene og dermed ikke værdiansættelsen af ejendommen.

Standen på ejendommen giver også en hvis usikkerhed. Hvis en ejendom er meget gammel eller bare i dårlig kvalitet, vil der skulle budgetteres med flere omkostninger til vedligeholdelse og renovering end for en ejendom i god stand. Det er vanskeligt at budgettere de fremtidige vedligeholdelsesomkostninger på en ejendom der er i dårlig stand.

Endnu en usikkerhed er at budgetteringen kan være foretaget af for eksempel en økonomichef, og her kan være tendens til at omkostningerne blive budgetteret for lavt, som både kan være en bevidst og ubevidst handling. Dette kan give en højere værdiansættelse af ejendommen, hvilket i nogle tilfælde kan være ledelsens ønske.

Investeringer i materielle anlægsaktiver vil også indgå i pengestrømmen for driften. Det er omkostninger til renovering som ikke allerede er udgiftsført. Planlagte forbedringer kan have en afledt effekt på stigninger i huslejen og dermed en effekt på de fremtidige pengestrømme. Disse skal dog være sandsynlige og velbegrundede.⁹³

Driftsomkostningerne udgør i henhold til regnskabet for 'TJM Ejendomme A/S' 1.731 tkr pr. år. Men i DCF-modellen er der budgetteret 800 tkr. i år 1 og 956 tkr i terminalåret, fordi der her er taget højde for om der er tale om vedligeholdelse eller forbedringer.

8.5.4 Diskonteringsrente og forrentningskrav

Forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen og diskonteringsrenten i DCF-modellen opgøres ud fra ejendomsspecifikke faktorer og makroøkonomiske forhold. Forrentningskravet er som udgangspunkt lig med diskonteringsrenten minus inflation og plus den risikofrie rente.⁹⁴

Forrentningskravet kan opgøres ved brug af følgende formel:

$$\text{Forrentningskrav} = \text{Risikofri rente} + \text{markedsrisikopræmie for investeringsejendomme}$$

⁹³ KPMG investeringsejendomme, side 54

⁹⁴ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 11

For at fastsætte den risikofri rente mest retvisende bør virksomheden tage udgangspunkt i en risikofri rente som har en tilnærmelsesvis ens tidshorisont som den ejendom der ønskes værdiansat. Den risikofrie rente tager dog ofte udgangspunkt i renten på 10 årige statsobligationer, som i december 2016 lå på 0,33% og forventes at ligge på 1,15% i december 2017.⁹⁵

Markedsrisikopræmien er vanskeligt at opgøre, da markedsrisikopræmien består af makroøkonomiske faktorer også kaldet systematiske risici og ejendomsrelaterede risici også kaldet usystematiske risici.⁹⁶

Makroøkonomiske faktorer er faktorer såsom:⁹⁷

- BNP og beskæftigelse
- Markedslejeforventninger
- Lovændringer

Ejendomsrelaterede risici⁹⁸

- Type af ejendom
- Beliggenhed
- Lejers manglende lejebetalinger
- Tomme lejemål

Alle ovennævnte faktorer skal vurderes ved den enkelte ejendom når forrentningskravet skal fastsættes og forholdene vægter forskelligt. Selve vægtningen er en vurdering, som skal foretages af ledelsen. Det kræver derfor at ledelsen har kendskab til ejendomsmarkedet, hvis forrentningskrav skal være retvisende.

⁹⁵ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/12/29/obligationer-oekonomer-saadn-gaar-det-med-renten-i-2017/13506629> (30-04-2017)

⁹⁶ <https://penge.dk/investering/du-kan-aldrig-undga-risiko> (30-04-2017)

⁹⁷ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 11

⁹⁸ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 12

8.5.5 Makroøkonomiske faktorer

BNP og beskæftigelse

I lavkonjunktur er risikoen størst for at lejer ikke kan leve op til de økonomiske kontraktforhold, hvorimod perioder med højkonjunktur er der en større genudlejningsrisiko og en højere leje som stigende efterspørgsel fra lejere. Ved højkonjunktur anvendes lavere forrentningskrav ved værdiansættelse af investeringsejendomme i og med risikoen som nævnt er lavere.⁹⁹

Markedslejeforventninger

Markedslejen er afhængig af udbud og efterspørgsel, som bliver påvirket af en lang række faktorer og den kan derfor være svær at fastsætte. Væksten i markedslejen udgør en risiko som har betydning for forrentningskravet og dermed værdien af investeringsejendommen. Risikoen er højere i et ustabilt og usikkert marked, imens den er lavere i et roligt og mere forudsigeligt marked. Da markedslejen som nævnt er svær at fastsætte kan man tage udgangspunkt i en fastsat markedsleje i rapporterne fra EDC, Nybolig Erhverv og Sadolin|Albæk, disse rapporter er vedlagt i bilag 4.

Lovændringer

Risikoen ved lovændringer har væsentlig betydning. Stramning i lovgivning kan påvirke investors købevillighed på ejendomme. Hvis planlagte lovændringer vurderes fordelagtige for investor vil forrentningskravet være lavere.¹⁰⁰

⁹⁹ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 12

¹⁰⁰ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 12

8.5.6 Ejendomsrelaterede risici

Type af ejendom

En stor del af ovennævnte markedsrisici vil have forskellig påvirkning afhængig af ejendomsstypen. Er der for eksempel tale om en boligejendom, butik eller kontor. Investerings ejendomme til erhverv har som udgangspunkt større risiko for tomme lejemål.

Beliggenhed

En ejendom med god beliggenhed er mere eftertragtet og vil dermed have et lavere forrentningskrav.

Beliggenhed kan også ses som et makroøkonomisk forhold, som udgør en risiko ved investeringen. Ejendomsmarkedet ændrer sig hele tiden og en attraktiv beliggenhed i dag kan for eksempel blive mere eller mindre attraktiv i fremtiden hvis der sker ændringer i infrastruktur, indkøb- og arbejdsmuligheder mv. Hvor attraktivt et område er måles efter forskellige parametre og har dermed også betydning for forrentningskravet.¹⁰¹

Lejers manglende lejebetalinger

Dette kaldes også aftalerisiko og betyder at hvis lejer har få økonomiske ressourcer udgør det en driftsrisiko og dermed lavere forrentningskrav. Lejere fra den offentlige sektor anses for at udgøre en lav risiko herfor.¹⁰²

Tomme lejemål

Reel og forventelige tomme lejemål reguleres i pengestrømmene, mens den ukendte faktor ved tomme lejemål indgår som risiko i fastansættelse af driftsafkastet. Denne risiko kan kædes sammen med ejendommens beliggenhed og hvordan ejendommen opfylder fremtidige lejers krav. For at kunne vurdere risikoen på tomme lejemål, kan man se på sammenhængen af lejere, deres økonomiske situation samt uopsigeligheden i lejekontrakten. En sammensætning

¹⁰¹Værdiansættelse af investerings ejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 11

¹⁰² Værdiansættelse af investerings ejendomme – definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 12

af lejere med dårlig økonomisk situation og uopsigeligheden er udløbet i henhold til kontrakterne vil øge risikoen for tomme lejemål.

Ejendomsforeningen Danmark har udgivet en publikation om opgørelse af forrentningskrav, hvor de skriver at tomgang også indgår i fastsættelse heraf.¹⁰³

Sammendraget heraf må betyde at kendte tomme lejemål indregnes i pengestrømmene og den risiko der menes at være for eksempel i forhold til lejerens økonomiske situation skal indregnes i opgørelsen af forrentningskravet.

Kontrakters uopsigelighed har også en påvirkning. Hvis en lejekontrakt er uopsigelig i 10 år og den kontraktbestemte leje er under markedslejen, skal den faktiske leje indregnes i pengestrømmene i de 10 år og herefter kan der reguleres i markedslejen. Dette grundet at ejendommen i værdiansættelsen er normaliseret og afkastet vil derfor ikke blive påvirket af kontraktlængden. I praksis ses det dog at ejendomme med lange lejekontrakter handles til lavere afkast end til tilsvarende ejendomme med kortere opsigelsesperioder.¹⁰⁴

8.5.7 Terminalværdi

DCF-modellen består som tidligere beskrevet af to perioder. Budgetperioden og terminalperioden. Terminalperioden indtræffer når budgetperioden er ophørt. Budgetperioden er som tidligere nævnt ofte sat til 10 i praksis. Terminalværdien udgør i de fleste tilfælde mellem 40 og 60 % af den samlede ejendomsværdi.¹⁰⁵ Terminalværdien har dermed stor indflydelse på værdiansættelsen af ejendommen og den skal derfor opgøres så præcist som muligt. Der er to faktorer som påvirker terminalværdien:

- Fremtidige pengestrømme
- Diskonteringsrenten i terminalperioden

¹⁰³ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 13

¹⁰⁴ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 13

¹⁰⁵ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 12

8.5.8 Fremtidige pengestrømme

Terminalperioden betragtes som et normal år, som betyder at der ikke længere skal indregnes specifikke forhold i indtægter og omkostninger. DCF-modellens terminalperiode kan sammenlignes med normalindtjeningsmodellens etape 1. Pengestrømme i terminalperioden er udtryk for de forventede pengestrømme i ejendommens restlevetid.

Her skal alle indtægter og omkostninger normaliseres. Hvis for eksempel omkostningen til administration eller forsikring i budgetperioden har været højere end det man forventer i terminalperioden, er det vigtigt at man ikke blot tager gennemsnittet af budgetperioden, men i stedet sætter en forventning til det normale og bruger det som omkostning i terminalåret. Derudover skal vedligeholdelsesomkostninger fordeles i terminalåret. Hvis man for eksempel forventer at skulle skifte vinduer og døre hver 20 år, skal denne udgift divideres med 20 og indregnes i terminalåret.

Omkostninger til tomme lejemål skal også medtages i pengestrømmene i terminalåret. Tabt lejeindtægt og omkostninger til genudlejning, istandsættelse mv. skal opgøres. Det kan med fordel opgøres på baggrund af historiske data, forventninger til fremtiden og øvrigt markedskendskab.

Hvis de fremtidige pengestrømme bliver fastsat for højt eller for lavt vil det have stor indflydelse på dagsværdien på ejendommen, da pengestrømmene har stor vægt på den samlede værdi.¹⁰⁶

8.5.9 Diskonteringsrenten

Som udgangspunkt bør diskonteringsrenten være den samme i budgetperioden som i terminalperioden. Dog kan diskonteringsrenten ændres hvis man forventer at risikofaktorerne ændres i terminalperioden. Det skal dog være meget markante ændringer før man skal

¹⁰⁶ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 39

begynde at ændre i diskonteringsrenten. Det kan blandt andet være at hvis man investerer i ejendommen og lejeindtægterne vil stige, kan det tale for en ændring i diskonteringsrenten.¹⁰⁷

8.5.10 Markedsrapporter

EDC, Nybolig og Sadolin Albæk udgiver markedsrapporter for hvert kvartal, hvori forskellige forhold på ejendomsmarkedet er analyseret. Rapporterne indeholder analyser om blandt andet udviklingen i makroøkonomiske forhold, tomgangsrate, afkast på ejendomme og markedsleje. Disse rapporter er gode at kigge i ved værdiansættelse af investeringsejendomme, da de er udarbejdet af eksperter og kan være med til at mindske graden af subjektivitet i værdiansættelsen.

Dog skal markedsrapporterne anvendes med en vis grad af skepsis, da man ikke kender forudsætningerne bag de faktorer som er analyseret og opgjort. Opgørelse af markedsleje og forrentningskrav kræver en række analyser af markedet og ejendommen som ønskes værdiansat. Disse analyser bliver ikke vist i markedsrapporterne, kun resultaterne heraf. De forskellige udbydere af markedsrapporterne kan sagtens oplyse forskellige forrentningskrav for den samme type ejendom i samme periode. Dette skyldes at forrentningskravet er et resultat af forskellige analyser og forudsætninger i forhold til markedet og ejendommen som er påvirket af mange udefrakommende faktorer.¹⁰⁸ Disse bliver analyseret ved gennemgang af TJM ejendomme.

8.6 Opsummering

Ovenstående gennemgang viser at der er mange faktorer som spiller ind på værdiansættelsen af en investeringsejendom. De fleste faktorer er svære at opgøre og nogle faktorer er noget man ikke altid kan tage højde for, for eksempel lovændringer eller om der indtræffer en ny finanskrisen lige rundt om hjørnet.

¹⁰⁷ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 32

¹⁰⁸ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskravet, Ejendomsforeningen Danmark, side 9

I næste del af opgaven vil jeg gennemgå værdiansættelsen af investeringsejendommen i TJM ejendomme A/S på baggrund af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen og gennemgang af påvirkelige faktorer set i forhold til TJM Ejendomme A/S.

8.7 Analyse af TJM Ejendomme A/S

Dette afsnit har til formål at vise hvor følsom værdiansættelsen af investeringsejendomme kan være i forhold til de faktorer som er beskrevet i afsnit 8 og som har væsentlig betydning for værdien af ejendommen. Usikkerheden af de forhold som indgår i værdiansættelsesmodellerne medfører en usikkerhed i værdiansættelsen af ejendommen. Det er derfor interessant, at se hvor stor forskel der på dagsværdien afhængig af hvilken model man bruger til beregning samt hvor stor en påvirkning små justeringer i opgørelsen af huslejeindtægter, driftsomkostninger, afkastkravet og andet har på værdien af ejendommen. De enkelte risici vil blive diskuteret for at identificere hvor usikkerheden er størst.

Til brug for analysen tager jeg udgangspunkt i min fiktive virksomhed TJM Ejendomme A/S. I og med det er en fiktiv virksomhed er der lavet nogle forudsætninger til brug for analysen. Disse vil blive diskuteret og der vil blive udarbejdet beregninger i normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, hvor markedsværdien vil blive bestemt og se om der vil være forskel. Når dagsværdien er fastsat vil jeg prøve at justere på forskellige forudsætninger til værdiberegningen, for at se hvor store udsving der vil være.

Der er foretaget værdiberegninger for år 2015 og 2016, men opgaven vil tage udgangspunkt i beregningerne for 2016 og kun bruge 2015 som sammenligningstal, dog er der vedlagt beregninger for begge værdiansættelsesmodeller for både år 2015 og 2016 som bilag 3.

Det er 100% erhvervslejemål til udlejning til butik. Dermed opfylder ejendommen kravet til at være en investeringsejendom til erhverv og ikke bolig.

Om ejendommen

- Ejendommen er i to etager og har et samlet areal på 3.345 m² ekskl. grundareal. Der er 15 lejemål i alt, hvoraf 12 af dem er lejet ud. De fleste har et opsigelsesvarsel på 6 måneder, dog har de to største lejere 12 måneders opsigelse.

- Ejendommens årlige huslejeindtægter udgør i 2016 9.445.329 kr. og nedslag for ledige lejemål er opgjort til 9 %¹⁰⁹, som udgør 850.050 kr.
- Lejerne betaler fællesudgifter.
- Udlejer afholder omkostninger til salg, administration og vedligeholdelse. Salgs- og administrationsomkostninger.
- Der er afsat 800.000 kr. til fremtidig vedligeholdelse.
- Forrentningskrav er sat til 6,5%
- Depositum på 1.850.000 kr. er lagt til den beregnede værdi af ejendommen

Ejendommen er beliggende i Hernings midtby tæt på offentlig transport. De nuværende lejere har været lejere i mellem 10-15 år. Ejendommen er vurderet til værende en primær ejendom, men vurderet til at være mellem normal og god stand, hvorfor afkastkravet er lavere. Afkastkravaet svarer dermed ca. til gennemsnittet i markedsrapporterne fra Sadolin|Albæk, Nybolig og EDC, se tabel 1.

Jeg har valgt at bruge en fiktiv virksomhed, dog med inspiration fra den virkelige verden. Hvilket betyder, at mine forudsætninger kan være tendentiøse og det dermed kan diskuteres om markedsværdien jeg kommer frem til i mine beregninger giver et billede af markedsværdien hvis det var en konkret og virkelig virksomhed. Markedsværdien er som tidligere nævnt udtryk for den skønnede værdi som to uafhængige parter kan blive enige om.

Jeg har valgt at beregne dagsværdien på baggrund af både normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, for at få påvist om at ejendommens værdi gerne skulle give det samme uanset hvilken model jeg bruger til opgørelse af dagsværdien.

Til brug for analyse af hvor følsomme de forskellige faktorer er tages der udgangspunkt i DCF-modellen. Dette for ikke at begrænse mulighederne for analysen, da DCF-modellen er mere detaljeret. Igen er det vigtigt at understrege at ejendommen i min fiktive virksomhed TJM Ejendomme A/S anvendes som et eksempel på en investeringsejendom, hvor det nærmere er selve faktorerne til beregningen af dagsværdien der vil blive diskuteret og analyseret. Det er ikke problemstillingen om, om den samme værdi kan findes i værdiansættelsesmodellerne.

¹⁰⁹ Markedsrapport Sadolin | Albæk 2016, se bilag 4

DCF-modellens beregninger i bilag 4 er udarbejdet med udgangspunkt i regnskabet for TJM Ejendomme A/S 2016. Forholdene i de kommende afsnit er overvejet og medtaget i beregningen af dagsværdi.

Huslejeindtægter skal i en værdiansættelse af en ejendom opgøres som de faktiske lejeindtægter i den periode hvor lejemålet er uopsigeligt, lejeindtægterne skal herefter reguleres til markedslejen. Dette reguleres i normalindtjeningsmodellen etape 1 og i DCF-modellen terminalperiode da formålet er at vise ejendommen i en normalsituation. Jævnfør erhvervslejeloven kan både lejer og udlejer benytte sig af retten til at få reguleret huslejen til markedslejen, hvis den gældende husleje afviger betydeligt herfra. Niveauet på en væsentlig afvigelse er i retspraksis fastsat til 12%.¹¹⁰

For at vurdere om lejen i TJM Ejendomme A/S er et udtryk for markedslejen er udgangspunktet i IAS 40 at finde en sammenlignelig ejendom som fornyeligt er solgt. Dette vurderes ikke at være muligt med et storcenter, da disse ofte ikke ligger i nærheden af hinanden og der er stor forskel på størrelse og stand og da væsentlige parametre for sammenligning er ejendommens beliggenhed, type, stand og kontraktlængder i lejemålet.

I stedet anvendes de markedsrapporter, vedlagt i bilag 4, som også er beskrevet i afsnit 8.5.10 til brug som input i forbindelse med værdiansættelse af ejendommen i TJM Ejendomme A/S, der skal dog gøres opmærksom på at det ikke er et facit. Af markedsrapporterne fremgår blandet andet markedslejen for ejendomme i forskellige områder i Danmark, dette skal dog kun ses som vejledende. I markedsrapporterne fra EDC og Nybolig Erhverv fremgår der forskellige ejendomsklasser som ejendomme må opdeles i. Ejendomsklasserne er defineret efter type og stand, såsom størrelse, parkeringsfaciliteter, energimærke adgangsforhold mv. Ejendomme i klasse A er ejendomme med den bedste beliggenhed for området, højeste standard, indflytningsklar og et lejeniveau i den højeste ende og en lav genudlejningsperiode. Som tidligere nævnt er ejendommen i TJM Ejendomme A/S vurderet til at være en primær ejendom. Ejendommen vurderes dermed i klasse A, men som sekundær ejendom.

¹¹⁰ <http://www.wtc-law.dk/publikationer/artikler/regulering-til-markedsleje-erhvervsnejendomme/> (14-04-2017)

Ved sammenholdelse af markedsrapporterne fra Sadolin|Albæk, EDC og Nybolig Erhverv for 4. kvartal 2016 kan følgende tabel opstilles.

	Markedsleje i kr. pr. år. pr. kvm.	Afkastkrav	Tomgangs- procent	Klasse/beliggenhed
Sadolin Albæk	3.000	5,00-7,50 %	9%	Primær til sekundær
EDC	1.600	6,50 %	9,3%	Klasse A – sekundær
Nybolig Erhverv	3.000-3.500	5,00-6,00	0-15%	Primær

Tabel 1 - Markedsleje, tomgangsprocent og afkastkrav ¹¹¹

Det ses i tabel 1 at der er stor forskel på markedslejen afhængig af hvilken rapport man kigger i. EDC og Sadolin|Albæk har Herning med under trekantsområdet, hvorimod Nybolig har medtaget Herning som adskilt område. Markedslejen i rapportererne er angivet ved bruttogleje. Det er dermed muligt at sammenholde ovenstående tabel med lejeindtægterne for TJM Ejendomme A/S.

Bruttoglejen kan således beregnes som huslejeindtægter på 9.445.329 kr. + lejers betaling af fællesudgifter på 1.126.382 kr. = 10.571.711 kr. / 3.345 m² = 3.160,45 kr. pr. m².

Denne leje sammenholdes med markedslejen for at vurdere om det er nødvendigt at regulere til markedslejen. Bruttoglejen svarer til markedslejen i forhold til markedsrapporterne fra Sadolin|Albæk og Nybolig og ligger et stykke over EDC markedsrapport. Da den beregnede bruttogleje ligger på niveau er det besluttet ikke at regulere yderligere.

Huslejeindtægterne for TJM Ejendomme A/S anvendes dermed til beregning af dagsværdien i DCF-modellen.

Nedslag for tomme lejemål er i DCF-modellen beregnet som 9% af lejeindtægterne, dette på baggrund af tabel 1, hvor der er taget udgangspunkt i Sadolin Albæk's markedsrapport. Men også ud fra beregningen af tomgangslejen som kan opgøres som bruttoglejen x antal

¹¹¹ Egen tilvirkning. Markedsrapporter i bilag 4.

kvadratmeter der er ledige, som er 270 m²: 3.160 kr. x 270 = 853.200 kr., hvilket er på niveau med det beregnede i værdiberegningen.

Da lejerne i de allerede udlejede lejemål har været faste lejere i 10-15 år som tidligere nævnt, er uopsigelsesperioden udløbet. Dog er der et varsel på 6-12 måneders varsel ved opsigelse af lejemål. I DCF-modellen indregnes den faktiske leje i den periode og herefter reguleres til markedslejen, som indregnes i pengestrømmene. I TJM Ejendomme A/S reguleres der dog ikke til markedsleje, da den nuværende leje ikke varierer betydeligt herfra.

8.7.1 Driftsomkostninger

Driftsomkostninger udgør i TJM Ejendomme A/S 2016 1.126.382 kr. Heraf er blandt andet omfattet ejendomsskatter, omkostninger til reparation og vedligeholdelse, administration mv. Omkostningerne er delt op i lejer og udlejer betalte udgifter. De lejerbetalte udgifter udgør en nuleffekt og de udlejerbetalte udgør 1.794.797 kr. De udlejer betalte omkostninger dækker omkostninger til salg, administration og vedligeholdelse.

Der er en risiko i disse omkostninger, da omkostningerne skal afspejle forventningerne til fremtiden. For at vurdere disse troværdigt kan man sammenholde de budgetterede vedligeholdelsesomkostninger med sammenlignelige ejendomme eller sammenholde med foregående år.¹¹² Som tidligere nævnt har det ikke været muligt at finde en sammenlignelig ejendom for et storcenter, hvorfor der i TJM Ejendomme A/S tages udgangspunkt i foregående år.

8.7.2 Inflation og regulering af indtægter og omkostninger

Huslejeindtægter og driftsomkostninger skal pristalsreguleres i de frie pengestrømme, både det der er aftalt i kontrakten men også til udviklingen i markedet. Huslejeindtægter bliver typisk reguleret til nettoprisindekset. Dette følger inflationen i Danmark. Inflationen i Danmark har i de seneste år nærmest været lig 0 og der har dermed været deflation.¹¹³

¹¹² Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 51

¹¹³ <http://www.business.dk/oekonomi/2016-boed-paa-laveste-inflation-i-63-aar> (14-04-2017)

Inflationen ligger lige nu på 0,3 i Danmark, men man arbejder på at få den op på 2%¹¹⁴. Da Danmarks nationalbank fører en fastkurspolitik overfor euroen, kan det dermed begrundes at anvende det langsigtede mål for inflationen som er 2%, som huslejeindtægter og driftsomkostninger pristalsreguleres med i værdiberegningen i DCF-modellen. I terminalperioden anvendes ligeledes det langsigtede inflationsmål på 2%, da terminalperioden er udtryk for den forventede vækst i markedet i al uendelighed.

8.7.3 Budgetperioden

Som tidligere nævnt skal budgetperioden afspejle perioden frem til tidspunktet hvor ejendommens frie pengestrømme stabiliseres. I værdiberegningen i DCF-modellen har jeg taget udgangspunkt i en 10 års budgetperiode. Dette for at stabilisere pengestrømmene men ligeledes for at kunne analysere ændringer på forskellige forudsætninger brugt i DCF-modellen for at vurdere den markedsværdi jeg har beregnet.

8.7.4 Depositum

Depositum har i en markedsmæssig betragtning ingen forrentning tilknyttet, dog er det en likviditet som bør forrentes efter den risikofri rente, da det må ses som et relevant afkast for den ekstra likviditet der er blevet tilført ejer. Den risikofri rente kan fastsættes på baggrund af en statsobligation med en løbetid på den gennemsnitlige uopsigelsesperiode i lejekontrakterne for lejerne i ejendommen. Renten har i 2016 været negativ, men som tidligere nævnt var renten på en obligation i december 2016 0,33% og forventes at være 1,15% i december 2017. En negativ rente har en negativ indflydelse på pengestrømmene, hvorfor det vil være bedre for udlejer at få lejer til at udstede en bankgaranti i stedet for at betale renter af indestående som generere negative pengestrømme.

En anden metode er som tidligere nævnt at tillægge værdien for depositum til ejendomsværdien, da det er en konstant pengestrøm.

¹¹⁴

http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/338467/eurozonen_inflationen_ligger_stadig_langt_under_ecb_s_maal.html (14-07-2017)

8.7.5 Forrentningskrav

For ejendommen i TJM Ejendomme A/S er der som tidligere nævnt ingen effektivt marked. Her vil det være mere vanskeligt at fastsætte forrentningskravet. Markedsrapporterne som Sadolin|Albæk, EDC og Nybolig udsteder kan anvendes til inspiration til bestemmelsen af værdien for forrentningskravet.

8.7.6 Markedsrelaterede risici

Forrentningskravet er grundlæggende styret af udbud og efterspørgsel. I perioder hvor udbud overstiger efterspørgslen efter investeringsejendomme taler det for et højere forrentningskrav og dermed en lavere ejendomsværdi og modsat i perioder hvor efterspørgslen overstiger udbuddet.

Nogle risici kan dog ikke stå alene. For selvom der er højkonjunktur med stigende efterspørgsel og højere leje, betyder det ikke nødvendigvis lavt forrentningskrav, da de ejendomsrelaterede risici også spiller ind. Så hvis ejendommen for eksempel har en dårlig beliggenhed i forhold til ejendommens formål eller hvis standen er dårlig kan forrentningskravet stadig være højt.

BNP og beskæftigelse

Ved højkonjunktur er genudlejningsrisikoen lavere end hvis der var lavkonjunktur. Dette som følge af at efterspørgslen efter et butikslejemål er højere i højkonjunktur.

Der er en positiv tendens i konjunktoren for 1. kvartal 2017, dog stadig på et lavere end niveau end før finanskrisen.¹¹⁵ Konjunktoren har været stille og rolig stigende siden 2013. Dette taler for at usikkerheden for at genudleje tomme lejemål er lav som følge af højere efterspørgsel.

¹¹⁵ https://img.borsen.dk/img/cms/tuksi4/media/cmsmedia/2271_content_2_705.pdf (15-04-2017)

Estimering af markedslejeforventninger

I DCF-modellen er der indarbejdet en stigning i huslejeindtægterne svarende til inflationen. Der er dog usikkerhed omkring at denne regulering ikke svarer til markedslejen, hvilket skal afspejles i forrentningskravet.¹¹⁶

For at vurdere dette ses på den historiske udvikling i markedet sammen med tendensen i markedet fremadrettet samt de forventninger der er hertil, som typisk er beskrevet i markedsrapporterne fra Sadolin|Albæk, EDC og Nybolig.

Ved vurdering af markedsforventningerne, er der stor usikkerhed og kræver stort kendskab til markedet. Det ses sjældent at markedslejen i realiteten stiger med inflationen på huslejeindtægter som er indarbejdet i pengestrømmene. For at kunne vurdere markedsforventningerne for ejendommen i TJM Ejendomme A/S kræver det en dybdegående analyse af markedet, hvilket jeg har valgt at afgrænse mig, da det ikke er opgavens formål.

Risiko ved lovændringer

Lovændringer kan begrænse eller øge attraktiviteten for en bestemt type lejer eller ejendomstype, da lovændringer for eksempel kan ændring lejers vilkår eller lignende. Denne risiko er svær at vurdere, men jeg går ud fra at denne risiko har samme vægtning for alle ejendomme fordelt på ejendomstyper.

8.7.7 Ejendomsrelaterede risici

Type af ejendom

Ejendomstypen har betydning for forrentningskravet, især i forhold til om der er tale om en bolig- eller erhvervsejendom. Ved erhvervsejendomme er risikoen for tomme lejemål ofte højere end for boligejendomme. Ejendommen i TJM Ejendomme A/S er en erhvervsejendom og risikoen for tomme lejemål vurderes derfor højere.

¹¹⁶ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 43

Ligeledes har det betydning, om der er tale om en kontorbygning, butiksbygning eller andet. For eksempel er storcentret i Herning beliggende i midtbyen tæt på offentlig transport, hvilket er at foretrække og dette er dermed mere attraktivt. Her er det de markedsrelaterede og ejendomsrelaterede risici der påvirkes heraf, hvorfor risiciene gennemgås i beskrivelserne for de øvrige risici.¹¹⁷

Beliggenhed

Både huslejeindtægter og forrentningskravet er betydeligt påvirket af beliggenheden for ejendommen. En attraktiv beliggenhed giver et lavere forrentningskrav og omvendt.

For at vurdere hvor attraktiv en beliggenhed er for den pågældende type ejendom er det igen relevant at sammenholde med markedsrapporterne, som viser tendensen i ejendomsmarkedet samt at de er områdeopdelt, eftersom der er stor forskel på om en ejendom for eksempel ligger i Jylland eller i København. Ligeledes er der et spænd i afkastkravet som er opdelt efter ejendomsklasse og beliggenhed. At beliggenheden er en af de faktorer i markedsrapporterne giver et godt billede af hvor stor en faktor det er for forrentningskravet.

Ejendommen i TJM Ejendomme ligger som tidligere nævnt i Herning midtby tæt på offentlig transport, hvilken er en attraktiv beliggenhed, hvilket taler for lavere risiko ved tomme lejemål.

Lejers manglende betalinger

Der er også risiko for at lejer ikke har økonomi til at betale sin leje. Denne risiko kan fastsættes ved at vurdere lejers økonomiske situation ved indflytning samt løbende kontrol heraf. Ejendommen i TJM Ejendomme A/S har mange lejere, hvilket gør denne opgave lidt krævende.

¹¹⁷ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 11

Lejerne i TJM Ejendomme A/S er private virksomheder, hvilket taler for højere risiko for manglende legebetalinger.

Hvis nogle lejere er dårlige betalere skal der indregnes en større risiko i forrentningskravet, både som følge af manglende betalinger men også at lejerne må flytte som følge af for eksempel konkurs.

Som nævnt tidligere har lejerne i TJM Ejendomme A/S været lejere i 10-15 år. Hvilket indikerer nogle gode og sikre lejere. Dette kan tale for en lavere risiko for manglende betalinger.

Tomme lejemål

Der vil altid være en risiko for en ens lejere vil flytte som så vil resultere i ledige lejemål. Lejerne i TJM Ejendomme A/S har et opsigelsesvarsel på mellem 6 og 12 måneder. Jo højere opsigelsesvarsel jo mindre risiko for at udlejer vil have ledige lejemål og manglende mulighed for at genudleje dem. Derudover kan der være høje istandsættelsesomkostninger ved fraflytning som også skal tages i betragtning.

Risikoen for tomme lejemål hænger i høj grad sammen med andre faktorer som beskriver attraktiviteten ved ejendommen. Herunder beliggenheden, hvis der er stor efterspørgsel for butikslokaler i Herning midtby er risikoen lavere for tomme lejemål, samt genudlejningsrisikoen for tomme lejemål vil være lavere da lejere så vil stå i kø for at komme ind i storcenteret.

8.8 Opsummering

Jeg har beregnet ejendomsværdien i både normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. De to beregninger skulle gerne give den samme værdi. Beregningerne er opstillet med baggrund i ovenstående forudsætninger. Markedsværdien er bestemt til 110.606.000 kr. i DCF modellen og normalindtjeningsmodellen giver 110.090.000 kr.

Det må konkluderes at der er mange faktorer som spiller ind i vurderingen af værdiansættelsen for en ejendom. Men da jeg har foretaget begge beregninger, er det de

samme forudsætninger der er taget udgangspunkt i. Hvis jeg ville have sammenlignet med en sammenlignelig ejendom eller en salgsoptstilling kunne beregningerne have været forskellige afhængig af vurderingen af de forskellige risici.

8.9 Analyse af faktorer

Følgende afsnit vil belyse den effekt usikkerheden i forskellige parametre kan have på værdiansættelsen af en investeringsejendom. Der vil foretages analyse af markedslejen, tidspunkt for genudlejning, driftsomkostninger herunder vedligeholdelsesomkostninger samt forrentningskrav.

8.9.1 Huslejeindtægter

Som tidligere beskrevet er markedslejen et skønnet parameter, som indgår i værdiansættelsen af en ejendom. I afsnittet om forudsætninger er huslejeindtægterne i TJM Ejendomme A/S vurderet i forhold til markedslejeniveauet i markedsrapporterne fra Sadolin | Albæk, EDC og Nybolig og det blev vurderet at der ikke skulle reguleres til markedslejen. Markedslejen er dog et skøn, hvorfor det er relevant at på udviklingen i markedsværdien på ejendommen hvis markedslejen ændres.

Nedenfor ses det hvilken påvirkning en ændring i markedslejen vil have på markedsværdien af ejendommen i kroner og procent

	Nettohusleje	Ændring i markedsleje	Markeds-værdi i kr.	Forskel i kr.	Forskel i %
Markedsleje = 1.600	4.225.618	-49,4%	-35.625.000	-74.981.000	-210,5%
Markedsleje = 3.000	8.908.618	-5,1%	-102.905.000	-7.701.000	-7,5%
Markedsleje = Faktisk leje 3.160 kr.	9.445.329	-	110.606.000	-	-
Markedsleje = 3.500	10.581.118	10,8%	126.927.000	16.321.000	12,6%

Tabel 2 - Egen tilvirkning. Analyse ved ændring af markedsleje.

Det ses i ovenstående tabel 2 at markedsværdien påvirkes meget når markedslejen reguleres i forhold til udgangspunktet. Huslejeindtægter er en væsentlig faktor i opgørelsen af dagsværdien i værdiansættelsesmodellerne og har derfor stor betydning når huslejeindtægter reguleres til markedsleje. Huslejeindtægterne skal derfor skønnes og anvendes så korrekt som muligt. I afsnit 8.7 viser tabel 1 at markedslejen i de tre markedsrapporter er forskellige og bekræfter dermed at det er en skønnet faktor med stor usikkerhed forbundet. Når en ejendom skal værdiansættes er det derfor ikke bare muligt at slå op i en rapport og gå ud fra denne markedsleje. EDC havde en markedsleje på 1.600 kr. pr. m2 sin rapport imens Nybolig havde et spænd på 3.000-3.500 kr. pr. m2, dette giver en difference på ca. 91 mio. kr.

8.9.2 Driftsomkostninger

Der er også usikkerhed forbundet med driftsomkostningerne for en ejendom. Herunder vurderingen af den fremtidige vedligeholdelse. Denne regnskabspost er valgt fordi den er vanskelig at budgettere og usikkerheden dermed ligger heri. Det kan ske at omkostningerne bliver budgetteret forkert, enten bevidst eller ubevidst.

I TJM Ejendomme A/S er fremtidig vedligeholdelsesomkostninger fra år 2016 opgjort til 800.000 kr. i nedenstående tabel ses det hvilken påvirkning en ændring på 50.000 kr. har.

	Markedsværdi kr.	Ændring i kr.	Ændring i %
700.000	112.185.000	-1.579.000	1,4%
750.000	111.395.000	-789.000	0,7%
800.000	110.606.000	-	-
850.000	109.817.000	789.000	0,8%
900.000	109.027.000	1.579.000	1,4%

Tabel 3 - Egen tilvirkning. Analyse af ændring i vedligeholdelsesomkostninger.

Tabel 3 viser at en ændring på 50.000 kr. i fremtidige budgetterede vedligeholdelsesomkostninger har en påvirkning på 789.000 kr., hvilket svarer til 0,7%. Ændringen i markedsværdien er ikke voldsom høj hvilket især skyldes et forhold. Vedligeholdelsesomkostningerne udgør en mindre del af de samlede pengestrømme og en

ændring heri, vil derfor ikke påvirke som eksempelvis en ændring i huslejeindtægterne, da disse udgør en større del af de samlede pengestrømme. Som følge af at man højst sandsynligt ikke budgetterer vedligeholdelsesomkostningerne 50% forkert, betyder det også at effekten ved forkert budgettering slår mindre igennem med for eksempel fejlbudgettering af markedsværdien og forrentningskravet. Som det ses af tabel 3 vil en ens ændring enten op eller ned på lejeindtægter eller driftsomkostninger vil give det samme udsving.

8.9.3 Forrentningskravet

Som tidligere nævnt er der en lang række risici og usikkerheder forbundet med forrentningskravet. Forrentningskravet fastsættes som udgangspunkt på baggrund af lignende handler, men det kan være vanskeligt at finde, da der som udgangspunkt ikke er to ejendomme som er ens. Nogle af de største erhvervsmæglerselskaber, EDC, Nybolig, Sadolin|Albæk, udgiver markedsrapporter hvert kvartal eller halvår som beskriver markedssituationen og tendenserne i alle områder i Danmark. Forrentningskravet oplyses som et spænd opdelt på område og ejendommens klasse som er bestemt efter en række faktorer. Det er som tidligere nævnt vanskeligt at fastsætte forrentningskravet, da det er påvirket af væsentligt skøn. Derfor har jeg valgt at analysere betydningen af en ændring eller et forkert forrentningskrav har. Nedenstående tabel 4 viser markedsværdien med forskellige forrentningskrav.

	Markedsværdi i kr.	Forskel i kr.	Forskel i %
5,00%	135.178.000	24.572.000	18,2%
5,50%	125.851.000	15.245.000	12,1%
6,00%	117.732.000	7.126.000	6,1%
6,50%	110.606.000	-	-
7,00%	104.305.000	-6.301.000	-6,1%
7,50%	98.697.000	-11.909.000	-12,1%

Tabel 4- Egen tilvirkning. Analyse af ændring i forrentningskrav.

Tabel 4 illustrerer at en ændring i forrentningskravet på 0,5% har en effekt på 6,1%. Denne effekt skal ses i forhold til udgangspunktet for forrentningskravet er fastsat til 6,5% og spændet

som markedsrapporterne angiver går fra 5% til 7,5% samt at ejendommen er klassificeret som klasse A, med god standard, god beliggenhed og lavere forrentningskrav.

En ændring på forrentningskravet giver en stor effekt på markedsværdien på ca. 6-7 mio. kr. pr. 0,5% point. Med de store usikkerheder der er i forrentningskravet, gør det denne faktor til en af de væsentligste.

8.10 Delkonklusion

På baggrund af ovenstående analyser må det konkluderes af små ændringer til faktorerne til værdiansættelsesmodellerne kan påvirke markedsværdien i større eller mindre grad. Det er derfor meget vigtigt at input til opgørelse af dagsværdien opgøres så nøjagtigt og korrekt som muligt, hvis man skal stole på værdiansættelsen.

Udgangspunktet er ifølge IAS40 at sammenholde med en ejendom magen til, for også at finde ud af dette ikke kan lade sig gøre i praksis. Dernæst er det muligt at tage udgangspunkt i en sammenlignelig ejendom, men det har ikke været muligt for et storcenter, da de ikke ligger i umiddelbar nærhed af hinanden og ikke bliver handlet så ofte.

Markedsværdien for ejendommen i TJM Ejendommen A/S er derfor fundet på baggrund af DCF-modellen hvor faktorer som driftsomkostninger og tomme lejemål er diskuteret. Der er lavet analyse af, hvad fejlbudgettering for vedligeholdelsesomkostninger har af betydning for markedsværdien. I TJM Ejendomme A/S er konsekvensen begrænset. Dette som følge af at vedligeholdelsesomkostninger udgør en mindre del af pengestrømmene. Tomme lejemål er ikke indeholdt i pengestrømmene i TJM Ejendomme A/S, men derfor betyder det ikke at det ikke er en væsentlig faktor. Tomme lejemål er også en del af markedsrapporterne fra Erhvervsmæglerne, samt at det må antages at der i forrentningskravet er medtaget en usikkerhed omkring fremtidige tomme lejemål.

Markedslejen og forrentningskravet har størst effekt på markedsværdien i analysen. Begge input er præget af væsentlige skøn. Huslejeindtægter skal reguleres til markedsleje såfremt lejen varierer betydeligt herfra. Dette er ikke tilfældet i TJM Ejendomme A/S. Forrentningskravet opgøres på baggrund af en række faktorer som både bygger på

markedsrelaterede og ejendomsrelaterede risici, som kræver et godt kendskab til investeringsejendomsmarkedet. Den manglende gennemsigtighed og de mange faktorer som skal opgøres, medfører en væsentlig grad af skøn og usikkerhed, samt faktorerne i markedsrapporterne er præget af forskellige vurderinger som også er med til at øge usikkerheden.

For at finde virksomhedens værdi skal der også tages højde for investeringsejendommens tilknyttede gældsforpligtelser. Der er i TJM Ejendomme A/S 3 lån, og disse er alle opgjort til amortiseret kostpris, se bilag 5.

9. Amortiseret kostpris

Efter den gamle årsregnskabslov var det en forudsætning at virksomheder som målte deres investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL § 38 også målte de gældsforpligtelser der var tilknyttet investeringsaktiviteten til dagsværdi. Dette er ændret i forbindelse med den nye årsregnskabslov i 2015. Tilknyttede gældsforpligtelser skal nu indregnes til amortiseret kostpris.

Fortolkningsbidraget om indregning og måling af finansielle aktiver og forpligtelser tilknyttet investeringsejendomme findes i IAS 39 – Recognition og Measurement. Fortolkningen er ens for ÅRL og IFRS.

IAS 39 arbejder med to typer finansielle instrumenter

- Primære finansielle instrumenter
 - Tilgodehavender, gæld, værdipapirer, likvider og lån.
- Afledte finansielle instrumenter
 - Terminsforretninger/futures, optioner og swaps.¹¹⁸

¹¹⁸ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 313

Som hovedregel for finansielle forpligtelser er at de primære finansielle instrumenter efter første indregnes måles til amortiseret kostpris, med mindre den finansielle forpligtelse indgår i en handelsbeholdning, så skal den måles til dagsværdi.

Amortiseret kostpris defineres ud fra årsregnskabsloven til den værdi, til hvilken en finansiell forpligtelse blev målt til ved første indregning. Det vil sige kostpris med fradrag af afdrag og fradrag/tillæg af den akkumulerede forskel mellem det oprindelige beløb der forfalder ved udløb.

Med måling til dagsværdi menes at værdien i balancen skal optages til den kurs som en forpligtelse kan indfries med. Her kan nævnes realkreditlån baseret på obligationer. Realkreditlån kan oftest opgøres til dagsværdi på baggrund af kurslister.

Regulering af gæld til dagsværdi skal reguleres i resultatopgørelse og i praksis vil det ske i samme regnskabspost som investeringsejendommen reguleres i.

Kurstab og gevinst fordeles over løbetid svarende til at et kurstab eller en gevinst på et fastforrentet lån i forhold til den nominelle værdi er udtryk for rente og derfor skal fordeles over løbetiden og indregnes i resultatopgørelsen som en finansiell indtægt eller omkostning.

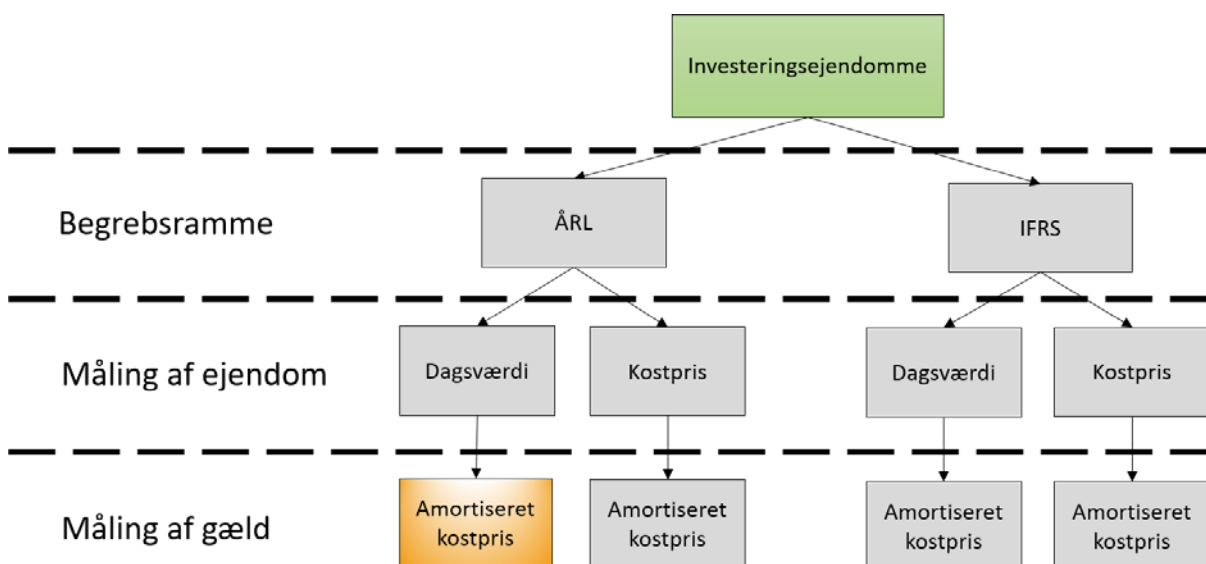
Afviklingen af den amortiserede kostpris baserer sig på første indregning af gælden som er lig provenuet ved lånehjemtagelsen. Finansieringsomkostningerne beregnes som en konstant intern rente. Amortiseringsbeløbet er dermed den samlede renteomkostning som falder over perioden, da den beregnede gældsforpligtelse falder og dermed også renteberegningsgrundlaget.¹¹⁹

Prioritetsgæld kan med udgangspunkt i de finansielle instrumenter defineres som et primært finansielt instrument, som er tilknyttet ét specifikt aktiv. Som følge af hovedreglen ifølge IAS39 skal forpligtelsen måles til amortiseret kostpris.

Til afdækningen af risikoen forbundet med finansieringen af investeringsejendomme, altså til sikring af det primære finansielle instrument er der mulighed for at købe afledte finansielle

¹¹⁹ Indsigt I årsregnskabsloven, 2016-17, EY, side 337

instrumenter såsom renteswaps, men som nævnt i afgrænsningen vil jeg ikke komme yderligere ind på afledte finansielle instrumenter.



Figur 8 - Måling af gæld vedrørende investeringsejendomme.¹²⁰

Ovenstående figur 8 viser hvordan tilknyttede gældsforpligtelser skal indregnes. I den gamle årsregnskabslov skulle tilknyttede gældsforpligtelser indregnes til amortiseret kostpris når aktivet blev indregnet til kostpris og til dagsværdi når aktivet blev indregnet til dagsværdi. I forbindelse med den ny årsregnskabslov viser ovenstående figur 8 at gæld skal nu altid indregnes til amortiseret kostpris. Figur 8 viser dermed også at de danske regnskabsregler bevæger sig tættere på de internationale regler.

Dog stilles der ikke krav til hvordan den tilknyttede gæld skal måles, hvis investeringsejendom måles til dagsværdi efter IFRS. Det betyder at de tilknyttede gældsforpligtelser skal behandles efter de generelle regler og vilkår om finansielle forpligtelser i IAS 39.

Ifølge IAS 39 er der særlige forhold der gør at gældsforpligtelsen kan måles til dagsværdi. Blandt andet hvor der er afledte finansielle instrumenter tilknyttet gældsforpligtelsen.

¹²⁰ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 312

Hvis de til investeringsejendommen tilknyttede forpligtelser kan siges at indgå i et dokumenteret risikostyringssystem, hvor den løbende styring og ledelsesinformation til virksomhedens ledelse er baseret på dagsværdier, kan gældsforpligtelser godt reguleres til dagsværdi i overensstemmelse med IAS 39.

Der er overensstemmelse mellem ÅRL § 36 og IFRS med hensyn til at finansielle forpligtelser indregnes til kostpris, på det tidspunkt hvor der foreligger en aftalemæssig forpligtelse. Dette er som oftest tidspunktet hvor transaktionen finder sted.

Kostprisen vil i langt de fleste tilfælde svare til det kontante provenu, som reelt svarer til den nominelle gældsforpligtelse - dagsværdien, fratrasket omkostninger til stiftelsen af den finansielle gældsforpligtelse.

Dagsværdien af en gældsforpligtelse er i praksis grundlag for beregningen af lånets effektive rente, som dermed også danner grundlaget for beregningen af amortiseringstillægget. Se bilag 5, hvor amortiseringstabeller på lån i TJM Ejendomme A/S er vedlagt.

Hovedreglen i ÅRL § 37 medfører at finansielle forpligtelser løbende skal måles til amortiseret kostpris. Dette gælder også for IFRS og der er således overensstemmelse vedrørende gæld tilknyttet investeringsaktiver. Konsekvensen af amortiseringen er at kurstab, stiftelsesomkostningerne mv., føres i resultatopgørelsen løbende og fordeles over lånets samlede løbetid.

10. Det retvisende billede

Som nævnt i afsnit 3.4 er det altoverskyggende i generalklausulen i årsregnskabslovens § 11, at årsrapporten skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat. Som sker ved at anvende årsregnskabslovens bestemmelser og udarbejde en årsrapport efter værdierne nævnt i afsnit 3.5.

Til denne bestemmelse findes der dog også et suppleringskrav i årsregnskabsloven som går ud på, at hvis anvendelsen af bestemmelser i årsregnskabsloven ikke er tilstrækkelige til at give et retvisende billede, skal der gives yderligere oplysninger i årsrapporten.

Dertil findes også fravigelseskravet, som benyttes hvis anvendelse af årsregnskabslovens bestemmelser i særlige tilfælde vil stride mod kravet om et retvisende billede, skal de fraviges, således at det retvisende billede opfyldes. Fravigelsen skal oplyses i noterne, begrundes fyldestgørende og så vidt muligt oplyses den beløbsmæssige indvirkning, som fravigelsen har på aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Selvom man overholder ovenstående værdier og krav om det retvisende billede har det også en afgørende betydning for om regnskabet er retvisende i forhold til hvem der er regnskabslæser. Nedenfor listes en række regnskabslæsere og deres formål i forhold til virksomheden.¹²¹

- Ejerne - Indskyder egenkapital og får udbytte.
- Ledelse og medarbejderne – Leverer arbejdsindsats og får løn.
- Långivere - Indskyder lånekapital mod at modtage renter.
- Leverandører/kreditorer – Leverer varer og får avance herfor.
- Kunder/debitorer – Modtager virksomhedens produkter og betaler pris herfor.
- Det offentlige – Stiller en række faciliteter til rådighed, såsom uddannelse, sundhedstjenester mod at virksomheden betaler skat til det offentlige.
- Konkurrenter – Kan følge hinandens virksomheder.

Regnskabslæser er ofte en der har en tilknytning til virksomheden og dermed har en interesse i virksomheden, det vil sige at regnskabslæserne af det eksterne regnskab træffer beslutninger med henblik på at tilgodese sine egne mål, for eksempel långivere og leverandører.

Ledelse og medarbejdere er både interne og eksterne brugere af årsrapporten. Intern når der skal træffes beslutninger i virksomheden og eksterne når de skal varetage egne interesser, som for eksempel om de skal blive i virksomheden eller skifte til en anden.

I denne opgave var min problemstilling af finde ud af hvilken metode for indregning og måling af investeringsejendomme, samt den tilknyttede gældsforpligtelse der giver det mest retvisende billede i den eksterne årsrapport.

¹²¹ Jens O. Elling – Finansiell rapportering side 26

I forbindelse med den nye årsregnskabslov i 2015 kan flere indregne deres investeringsejendomme til dagsværdi end før. Det giver dermed flere retvisende regnskaber, mulighed for større egenkapital, bedre nøgletal og større mulighed for udbytte.¹²²

Ved indregning til kostpris minus afskrivninger har ejendommens bogførte værdi ikke nødvendigvis noget med ejendommens nuværende værdi at gøre. Nok skal man ligge den tilgang til man forbedre ejendommen med, men sådanne forbedringer kan for eksempel give stigninger i huslejeindtægterne ved dagsværdimålingen, hvilket har vist sig at være en afgørende faktor i opgørelse af dagsværdien for investeringsejendomme. Dette bliver ikke taget højde for i kostprismodellen. Ligeledes tages der ikke højde for om der er høj- eller lavkonjunktur i Danmark, hvilket som tidligere nævnt også har en påvirkning af udbud og efterspørgsel på investeringsejendomme og dermed værdien heraf.

I forbindelse med den nye årsregnskabslov er der også kommet øgede krav til oplysningskrav i årsrapporten. Dette er også med til at give et mere retvisende billede i og med regnskabslæser får indsigt i flere centrale forudsætninger som er lagt til grund for værdiansættelsen. Indledningsvis skal det angives om dagsværdien opgøres på baggrund af et effektivt marked eller en afkastbaseret model og i noterne skal man omtale diskonteringsrente, forventet inflation, samt hvordan forventningerne til tomme lejemål, vedligeholdelse mv. er afspejlet i pengestrømmene.¹²³

I TJM Ejendomme A/S, hvor ejendommen er indregnet til dagsværdi, se bilag 1, er der ligeledes udarbejdet et eksempel på hvordan en noteoplysning kunne lyde.¹²⁴

Efter at have arbejdet med indregning og måling af investeringsejendommen i TJM Ejendomme A/S er min holdning at dagsværdi giver det mest retvisende billede.

I forbindelse med den ny årsregnskabslov skal den tilknyttede gældsforpligtelse til investeringsejendommen indregnes til amortiseres kostpris. Dette kan diskuteres, om det er et skridt i den forkerte retning, da det formueorienterede regnskabsparadigme ligger op til at

¹²² <https://www.danskrevision.dk/media/109531/ejendomme-til-dagsvaerdi.pdf> (03-05-2017)

¹²³ <http://www.roesgaard.dk/nyheder/hvad-betyder-den-nye-aarsregnskabslov-ejendomsselskaber> (03-05-2017)

¹²⁴ <http://www.roesgaard.dk/nyheder/hvad-betyder-den-nye-aarsregnskabslov-ejendomsselskaber> (03-05-2017)

alle balanceposter skal indregnes til dagsværdi. Når årsregnskabsloven kræver aktiver og passiver målt til dagsværdi, hænger det sammen med at egenkapitalen i virksomheder i langt højere grad skal afspejle værdien af virksomheden.¹²⁵ Dette er også tilfældet ved amortiseret kostpris da resultatopgørelsen ikke længere bliver påvirket af dagsværdireguleringer af gæld og ved omlægning af lån skal værdireguleringer indregnes over egenkapitalen og kan ikke længere værdireguleres over resultatopgørelsen, hvilket dermed også afspejler værdien i virksomheden.

I praksis må dagsværdi være udgangspunkt for hele den regnskabsmæssige måling i Danmark, samt at amortiseret kostpris for tilknyttede gældsforpligtelser til en investeringsejendom giver det mest retvisende billede, da denne gæld nu indregnes som alt andet gæld ifølge årsregnskabsloven.

Ligeledes siger årsregnskabsloven per definition af dagsværdi er det mest retvisende da det er svært, hvis ikke næsten umuligt at ændre regnskabspraksis tilbage til kostpris hvis først man har valgt at indregne til dagsværdi.¹²⁶

11. Konklusion

Opgaven med arbejdstitlen 'Det retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme' har behandlet en bred vifte af regler, faktorer og usikkerheder omkring indregning og måling af investeringsejendomme.

Metoderne til brug for indregning og måling af investeringsejendomme er:

- Indregning af ejendom til kostpris minus afskrivninger § 36 og 40
- Indregning af ejendom til kostpris plus opskrivninger minus afskrivninger ÅRL § 41
- Indregning af ejendom til dagsværdi ÅRL §38

¹²⁵

http://ledelse.borsen.dk/article/view/122/regnskab_og_revision/artikel/bestyrelsen_og_aarsrapporten.html (09-04-2017)

¹²⁶ Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, EY, side 270

I indregningsmetoderne er der forskellige forhold der skal tages højde for, for at få det mest retvisende billede og efter at have analyseret værdien af investeringsejendommen i TJM Ejendomme A/S ved forskellige indregningsmetoder er jeg kommet frem til at opgørelse af dagsværdi er den langt mest omfangsrige, da der er mange faktorer som man skal forholde sig til ved opgørelse heraf. Faktorer såsom huslejeindtægter, vedligeholdelsesomkostninger, tomme lejemål, forrentningsmav mv. Ligeledes er det påvist at en ændring af en af disse faktorer kan give et stort udsving i dagsværdien. Derfor gives den mest korrekte dagsværdi derfor også i et effektivt marked, men dette har ikke været tilfældet i denne opgave. Jeg er dog kommet frem til at måling og indregning af investeringsejendomme til dagsværdi giver det mest retvisende billede. Dagsværdi aflægges efter det formueorienterede regnskabsparadigme, hvor en virksomheds værdi måles på baggrund af balancen og giver dermed regnskabslæser de samme informationer og beslutningsgrundlag, egenkapitalen bliver større hvilket giver større mulighed for udbytte, årlige afskrivninger påvirker ikke resultatopgørelsen og mange nøgletal vil blive bedre. Dette set i sammenhæng med generalklausulen i årsregnskabslovens § 11, og som angiver at den eksterne årsrapport skal give et retvisende billede af virksomheden, de ni forudsætninger i begrebsrammen samt den nye årsregnskabslov er jeg kommet frem til min vurdering.

Den nye årsregnskabslov giver mulighed for, at investeringsaktivitet ikke længere skal være hovedaktivitet for at kunne indregne investeringsejendomme til dagsværdi, hvilket mange danske virksomheder nu kan benytte sig af. Dernæst er ændringen om at tilknyttede gældsforpligtelser nu skal indregnes til amortiseret kostpris i stedet for dagsværdi, også en del af den ny årsregnskabslov. Sidst men ikke mindst er der også større oplysningskrav i forbindelse med den nye årsregnskabslov, dette for at fremme offentliggørelse af en mere transparent, informationsrig og dermed beslutningsnyttig ekstern årsrapport og dermed give regnskabslæser mulighed for at forholde sig til virksomhedens værdi og evnen til at udnytte virksomhedens ressourcer og dermed det retvisende billede.

Tilknyttede gældsforpligtelser til investeringsejendomme indregnes til amortiseret kostpris, dette betyder at al gæld ifølge årsregnskabsloven nu behandles ens. Amortiseret kostpris gør at renterne bliver fordelt jævnt i resultatopgørelsen over lånets løbetid, hvorimod der ved indregning af gæld til dagsværdi vil give store udsving i resultatopgørelsen år for år, i takt med

renten. Min vurdering er derfor at amortiseret kostpris også giver det mest retvisende billede, da alt gæld i årsregnskabsloven nu behandles ens og der ikke sker store værdireguleringer i resultatopgørelsen, hvorfor værdien i virksomheden stadig afspejles retvisende i balancen.

Det retvisende billede er dog stadig afhængig af hvem regnskabslæser er og hvad man ønsker at bruge regnskabet til.

Ved udarbejdelse af denne opgave er det min vurdering at de danske regnskabsregler nærmer sig de internationale regler mere på området omkring investeringsejendomme, dog er der større frivillighed ved de internationale regler.

11.1 Perspektivering

I opgaven er det klart at der er store usikkerheder omkring opgørelsen af dagsværdi på en investeringsejendom. Det vil derfor være relevant om disse i fremtiden i højere grad kunne reduceres, for eksempel med lovmæssige tiltag.

Årsregnskabslovens teori tager udgangspunkt i IAS 40. IAS 40 gennemgår den overordnede metode til brug for værdiansættelse af investeringsejendomme og processen heri. Loven stiller dog ikke krav til hvordan de enkelte faktorer skal indregnes i modeller som er udarbejdet til værdiansættelse af investeringsejendomme. Dette er derimod beskrevet i publikationer til brug for værdiansættelse af investeringsejendomme, som beskrevet i opgaven er uddybninger til fortolkningsgrundlaget.

For eksempel har Ejendomsforeningen Danmark udgivet publikationer for at ensrette metoden til opgørelse af ejendomsværdier og de udtalte blandt andet i 2006 at udviklingen i de senere år har vist behov for at den metodiske anvendelse af DCF-modellen og herunder modellens detaljer og den bagvedliggende teori. Det betyder således at det i praksis er svært at værdiansætte investeringsejendomme med det data, man som vurderingsmand har til rådighed og det derfor kan være vanskeligt at sammenholde ejendommen med sammenlignelige ejendomme ifølge IAS 40.¹²⁷

¹²⁷ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 8

Valuarer bliver ikke anvendt så ofte, når det gælder værdiansættelse af investeringsejendomme til brug for det eksterne regnskab. Selvom man burde synes at valuarer må have den bedste forudsætning for at værdiansætte en ejendom og dermed formindske risikoen for fejl i opgørelsen af dagsværdi og udsving i faktorer til brug herfor.

Dernæst er der i forbindelse med den nye årsregnskabslov lige blevet lovreguleret på området i forhold til indregning og måling af ejendomme, hvorfor dette nok vil være fast for nogle år. Men om man i fremtiden vil lov regulere på området, omkring forholdene for markedssleje, vedligeholdelse, diskonteringsrente med videre vides ikke på nuværende tidspunkt, men den økonomiske krise tilbage i 2007 har givet erfaringer og flere stramninger på området omkring værdiansættelse af investeringsejendomme.

Et krav man måske kunne forestille sig blev indført i fremtiden kunne være, at man skulle bruge en valuar til opgørelse af dagsværdien og der skulle ligge en markedsværdirapport fra en valuar inden indregning i årsrapporten, hvilket vil kunne øge nøjagtigheden og ensartetheden for opgørelsen af dagsværdier på investeringsejendomme.

12. Litteraturliste

12.1 Lovstof

Årsregnskabsloven

IFRS 13 – Dagsværdimåling på investeringsejendomme

IAS 40 – Investeringsejendomme

IAS 16 – Materielle anlægsaktiver

IAS 2 – Varebeholdninger

IAS 36 – Værdiforringelse af aktiver – Nedskrivninger

IAS 39 – Finansielle instrumenter: Indregning og måling

Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

12.2 Bøger

Titel: Finansiell rapportering

Forfatter: Jens O. Eliing

År: 3. udgave 2015

Titel: Indsigt i årsregnskabsloven

Forfatter: EY

År: 3. udgave 2016/17

Titel: Regnskabshåndbogen 2017

Forfatter: PWC

År: 2017

12.3 Publikationer og rapporter

Titel : Markedskommentar: Erhvervs- og investeringsejendomme 4. kvartal

Forfatter: Sadolin|Albæk

År: 4. kvartal 2016

Titel: Markedsrapport – Erhvervsejendomme i Danmark

Forfatter: Nybolig Erhverv

År: Forår 2017

Titel: Market update

Forfatter: EDC Research

År: Februar 2017

Titel: Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark og Dansk ejendomsmæglerforening

År: 2013

Titel: Notet om værdiansættelse af investeringsejendomme, af 3. april 2009

Forfatter: Erhvervsstyrelsen

År: 2009

Titel: Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark

År: 2013

Titel: Indregning og måling af investeringsejendomme

Forfatter: Lars Hørberg

År: 2006

Titel: KPMG Investeringsejendomme

Forfatter: KPMG Ejendom og Entreprise

År: 2008

Titel: Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark

År: 2010

Titel: Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF-modellen

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark

År: 2006

12.4 Internet

Høringssvar vedrørende måling af ejendomme til dagsværdi

<https://ejendomsforeningen.dk/media/232977/hoeringssvar-forsikringsselskaber-og-tvaergaende-pensionskasser.pdf>

Økonomer: Efter syv år er Danmark ude af finanskrisen

<http://finans.dk/live/okonomi/ECE8021455/oekonomer-efter-syv-aar-er-danmark-ude-af-finanskrisen/?ctxref=ext>

Regnskaber der skaber værdi
<http://www.fsr.dk/rv>

Latinske ord og vendinger
https://da.wikipedia.org/wiki/Latinske_ord_og_vendinger

Ny begrebsramme for regnskaber er sendt i offentlig høring
http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Internationalt/IASB/Ny%20begrebsramme%20for%20regnskaber%20er%20sendt%20i%20offentlig

Ny overgangsbekendtgørelse ved implementering af ændringer til årsregnskabsloven
<https://www.pwc.dk/da/artikler/2016/01/ny-overgangsbekendtgørelse-ved-implementering-aendringer-aarsregnskabsloven.html>

IFRS – Oversigt over nye og ændrede standarder og fortolkningsbidrag 2016
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Nye-og-aendrede-standarder-og-fortolkningsbidrag2013.pdf>

Ændringer til årsregnskabsloven: Forhøjelse af størrelsesgrænser medfører flere b-virksomheder
<http://www.aendringer-til-aarsregnskabsloven-forhoejelse-af-stoerrelsesgraenser-medfoerer-flere-b-virksomheder>

Ændringer til årsregnskabsloven: Konsekvenser for ejendomsvirksomheder
<https://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/aendringer-til-aarsregnskabsloven--konsekvenser-for-ejendomsvirks.html>

Faldgrupper i forbindelse med ejendomsselskabernes aflæggelse af årsrapporter
<http://www.ey.com/DK/da/Industries/Real-Estate/artikel-faldgrupper-ved-aflaeggelse-af-aarsrapporter-181214>

Ejendomsskatter og afgifter
<http://www.kk.dk/artikel/ejendomsskatter-og-afgifter>

Obligationer/økonomer: Sådan går det med renten i 2017
<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/12/29/obligationer-oekonomer-saadan-gaar-det-med-renten-i-2017/13506629>

Du kan aldrig undgå risiko
<https://penge.dk/investering/du-kan-aldrig-undga-risiko>

Regulering til markedsleje – Erhvervsejendomme
<http://www.wtc-law.dk/publikationer/artikler/regulering-til-markedsleje-erhvervsejendomme/>

2016 bød på laveste inflation i 63 år

<http://www.business.dk/oekonomi/2016-boed-paa-laveste-inflation-i-63-aar>

Eurozonen: inflationen ligger stadig langt under ECB's mål

http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/338467/eurozonen_inflationen_ligger_stadig_langt_under_ecbs_maal.html

Ny årsregnskabslov

<https://www.danskrevision.dk/media/109531/ejendomme-til-dagsvaerdi.pdf>

Hvad betyder den nye årsregnskabslov for ejendomsselskaber

<http://www.roesgaard.dk/nyheder/hvad-betyder-den-nye-aarsregnskabslov-ejendomsselskaber>

Bestyrelsen og årsrapporten

http://ledelse.borsen.dk/article/view/122/regnskab_og_revision/artikel/bestyrelsen_og_aarsrapporten.html

13. Bilag