

# Investeringselskaber i ejendomsselskabsbranchen

## - reguleringsmæssigt og empirisk



Forfatter: Majbrit Christensen

Vejleder: Lars Kiertzner

Foråret og sommeren 2009

## 1. Forord

Denne afhandling er skrevet som led i at afslutte min cand.merc.aud. uddannelse på Aalborg Universitet.

Tak til min vejleder Lars Kiertzner for vejledning under hele forløbet samt konstruktiv kritik, når det var det, der var brug for.

Aalborg Universitet, 26. august 2009

---

Majbrit Christensen

## 2. Summary

Valuation of investment property is always linked with uncertainty. This uncertainty is however even bigger during this crisis we faced in 2008.

The optimal way to value these investment properties is using the marked price.

This way to value the investment properties can't be used because of the crisis. The reason of that is, that there isn't a stable market for this type of properties. Therefore the companies have to use alternative ways to value the properties.

The best alternative for value the investment properties is a DCF-model, because it is this model who takes most factors in consideration when the estimate of the fair value is made.

The disadvantage of the models to find the fair value is that it is the company there defining all the factors. In this way the companies can manipulate with the model so they get at high fair value on the investment properties.

Therefore, the auditor should be aware of this disadvantage under his auditing.

To get a true valuation of the investment properties shall the companies in 2008 use a higher return requirement in the models, than was the case in 2007. That's also what we can see happens in my exploratory study.

This higher return requirement cause decrease in value of the company's investment properties, which means the fair value in the balance decrease and better, reflects the situation on the concerned market.

Going concern can be relevant to consider if the companies is in a situation where there be very drastically decrease in the value of their investment properties. This decrease in value affects primarily the balance because the assets' value decrease, but it also affects the net profit.

It's the affects on the balance there can cause problems with going concern.

The auditor has different ways to modify his conclusion on the audited account. But it is very important to stress, that the auditor must not only modify his conclusion because of the crisis.

In my exploratory study over accounts from investments companies I have found that the sector of investment properties isn't impacted nearly as hard then the media tells.

There has only been one example where the auditor has made additional information.

That was made because the loans of the concerned company were terminated. The reason was bankruptcy of the bank.

I have expected to found that there in 2008 has been a lot of additional information. But there was only that one.

A reason for that can be, that the investment companies I have in my exploratory study primary invest I commercial real estate, but it is on the market for residential buildings the crisis have been worst.

### 3. Indholdsfortegnelse

<b>1. FORORD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. SUMMARY</b> .....	<b>2</b>
<b>3. INDHOLDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>4</b>
<b>4. INDLEDNING</b> .....	<b>6</b>
<b>5. PROBLEMSTILLINGER OG PROBLEMFOMULERING</b> .....	<b>9</b>
5.1 PROBLEMFOMULERING .....	9
<b>6. AFGRÆNSNING</b> .....	<b>11</b>
<b>7. METODE</b> .....	<b>13</b>
7.1 METODE .....	13
7.1.1 Reguleringsafsnit .....	13
7.1.2 Empirifafsnit.....	13
7.2 PRIMÆR KILDER.....	14
<b>8. PROJEKTDESIGN</b> .....	<b>16</b>
<b>9. VÆRDIANSÆTTELSE AF EJENDOMME</b> .....	<b>18</b>
9.1. ÅRL .....	19
9.1.1 Hovedaktivitet .....	20
9.1.2 Investerings ejendomme .....	20
9.2. ISA 540 .....	21
9.3. VURDERING BASERET PÅ EN EKSTERN VURDERINGSMAND .....	23
9.4. VURDERING BASERET PÅ DEN AFKASTBASEREDE METODE .....	25
9.5. DCF-MODELLEN .....	27
9.5.1. Trin 1 – Cash flowet i budgetperioden.....	28
Indtægter .....	28
Udgifter.....	29
9.5.2. Trin 2 – Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden .....	30
9.5.2.1. Ejendomsrelaterede faktorer.....	32
9.5.2.2. Makroøkonomiske faktorer .....	34
9.5.3. Trin 3 – Terminalværdi.....	34
9.5.4. Trin 4 – Tilbagediskontering af terminalværdi .....	35
9.5.5. Trin 5 – Ejendommens værdi .....	36
9.6. SAMMENFATNING .....	36
<b>10. GOING CONCERN</b> .....	<b>38</b>
10.1. SAMMENFATNING .....	42
<b>11. REVISIONSPÅTEGNING</b> .....	<b>44</b>
11.1. UENIGHED MED LEDELSEN .....	46
11.2. BEGRÆNSNING I OMFANGET AF REVISORS ARBEJDE .....	47
11.3. PÅTEGNINGER MED SUPPLERENDE OPLYSNINGER .....	48
11.4 SAMMENFATNING .....	49
<b>12. KONKLUSION</b> .....	<b>50</b>

---

<b>13. HYPOTESER TIL DEN EKSPLORATIVE UNDERSØGELSE .....</b>	<b>53</b>
13.1 VÆRDIANSÆTTELSE.....	53
13.2 GOING CONCERN.....	53
13.3 REVISIONSPÅTEGNING .....	54
<b>14. MATERIALEUDVÆLGELSE TIL DEN EKSPLORATIVE UNDERSØGELSE.....</b>	<b>55</b>
<b>15. A. FONNESBECH A/S .....</b>	<b>58</b>
<b>16. AKTIESELSKABET REINHOLDT W. JORCK .....</b>	<b>59</b>
<b>17. ATP-EJENDOMME A/S .....</b>	<b>60</b>
<b>18. DADES A/S .....</b>	<b>62</b>
<b>19. DE FORENEDE EJENDOMSSSELSKABER A/S .....</b>	<b>64</b>
<b>20. E-BOLIG A/S.....</b>	<b>66</b>
<b>21. EJENDOMSAKTIESELSKABET COMPONENT-BYG .....</b>	<b>67</b>
<b>22. EJENDOMSSSELSKABET LINDØ A/S.....</b>	<b>68</b>
<b>23. EJENDOMSSSELSKABET PILE-BO A/S.....</b>	<b>70</b>
<b>24. FAST EJENDOM DANMARK 3 APS .....</b>	<b>72</b>
<b>25. JEUDAN II A/S.....</b>	<b>74</b>
<b>26. JEUDAN V A/S.....</b>	<b>75</b>
<b>27. JEUDAN VII A/S.....</b>	<b>76</b>
<b>28. KONGEEGEN A/S.....</b>	<b>77</b>
<b>29. NORDICOM BUTIKSEJENDOMME A/S.....</b>	<b>79</b>
<b>30. NORDICOM BYEJENDOMME A/S .....</b>	<b>80</b>
<b>31. NORDICOM DOMICILEJENDOMME A/S .....</b>	<b>81</b>
<b>32. 2005.....</b>	<b>82</b>
<b>33. 2007.....</b>	<b>84</b>
<b>34. 2008.....</b>	<b>86</b>
<b>35. KONKLUSION.....</b>	<b>88</b>
<b>36. LITTERATURLISTE .....</b>	<b>91</b>
36.1. ANVENDT LITTERATUR .....	91
36.2. LITTERATUR TIL INSPIRATION.....	92
<b>BILAG 1 – SELSKABER I DEN EKSPLORATIVE UNDERSØGELSE .....</b>	<b>93</b>

---

## 4. Indledning

Danmark er ligesom resten af verden i denne tid ramt af en alvorlig finanskrise.

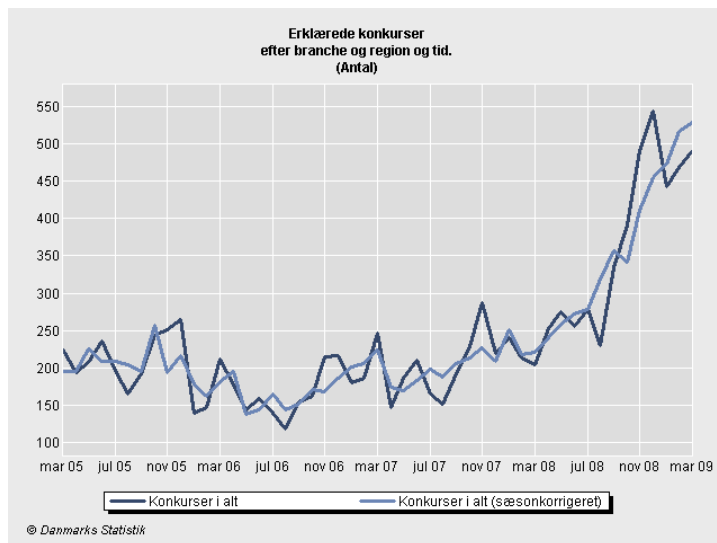
I starten af denne krise var det primært den finansielle sektor og ejendomsbranchen, der blev alvorligt ramt. Dette er stadig de mest belastede brancher, men det er også kommet til at betyde mange ganske alvorlige konsekvenser for både erhvervslivet som helhed og almindelig private husholdninger.

Den største konsekvens, der rammer bredt, er, at bankerne er blevet meget forsigtige med at udlåne penge. Dette betyder, at erhvervslivet som helhed bliver ramt, hvilket leder til en generel industrikrise. Her i skrivende stund er vi så småt ved at se tredje trin på stigen, nemlig at forbrugerne bliver ramt. Måden dette sker på er, at forbrugerne nu bliver ramt af arbejdsløshed, da virksomhederne er nødsaget til at skære ned på deres aktiviteter pga. manglende kreditgivning fra bankerne.

Herved har vi den onde cirkel. Forbrugerne bliver forsigtige med hensyn til deres forbrug. Enten fordi de har mistet deres job, eller fordi de frygter, at miste det. Dette leder til at virksomhederne må skære endnu mere ned for aktiviteterne. Og dermed kører lavinen.

Dette er den vigtigste forklaring på, at vi i den seneste tid har set rigtig mange konkurser rundt om i erhvervslivet, i forhold til hvad vi har været vant til gennem de senere år.

Grafen nedenfor viser udviklingen i konkurser i det danske erhvervsliv fra marts 2005 frem til marts 2009. Af denne graf ses det tydeligt, at konkurserne er steget eksplosivt siden slutning af 2007 og starten 2008.



**Figur 1: Konkursen i dansk erhvervsliv.**

**Kilde:** Danmarks statistik – [www.dst.dk](http://www.dst.dk)

Grunden til valget af dette emne er, at denne økonomiske situation selvsagt også har betydning for revisors arbejde. Derfor vil jeg i denne afhandling beskæftige mig med problematikkerne vedrørende, hvad en statsautoriseret revisor skal være ekstra opmærksom på i forbindelse med påtegning af regnskaber fra investeringsvirksomheder i ejendomsselskabsbranchen, i den økonomiske situation, vi befinder os i.

Dette kunne komme til at rumme utrolig mange ting. Derfor vil der i mit metodeafsnit under afgrænsningen blive en nærmere præcisering af, hvad det er, der kan forventes af denne afhandling.

Efter behandlingen af de omtalte problematikker vil jeg tage fat i en række regnskaber fra virksomheder i den omtalte branche.

Dette bliver til et omfattende empiriafsnit hvor jeg vil lave en undersøgelse af hvordan finanskrisen har påvirket regnskaberne i den branche hvor krisen havde sit udspring.

Ved samme lejlighed vil jeg se hvordan revisor forholder sig i sin påtegning af de omtalte regnskaber.



Grunden til, at afhandlingen skal omhandle udfordringer for revisor i forbindelse med finanskrisen, er, at jeg gerne vil beskæftige mig med noget relevant og tidssvarende.

Når jeg kommer ud som nyuddannet er det denne økonomiske situation, jeg skal lære at gebærde mig i, og derfor synes jeg, det kunne være yderst relevant at finde ud af hvad det er for nogle udfordringer, jeg kommer til at stå overfor.

Derudover har jeg også et ønske om, at i hvert fald mine medstuderende kunne få glæde af afhandlingen. Det er nok mere tvivlsomt, om selve revisorbranchen har så meget glæde af denne, da de i skrivende stund allerede er ved at revidere regnskaberne fra 2008.

## 5. Problemstillinger og problemformulering

Dette afsnit har til formål at fastslå, hvilke problemstillinger der vil blive behandlet i denne afhandling samt fastslå de helt konkrete problemformuleringer, der vil blive forsøgt besvaret.

Der er en række problemstillinger, som er interessante i forhold til dette emneområde, hvoraf ikke alle vil blive behandlet i afhandlingen.

Den væsentligste problemstilling er, hvilke udfordringer revisor står overfor i en sådan økonomiske krise, vi er i. Der tænkes her specielt på, hvad det er revisor skal have ekstra fokus på ved påtegning af regnskaber. Et andet meget vigtigt fokusområde når vi snakker investeringsvirksomheder er problematikken med værdiansættelse af ejendommene de pågældende selskaber besidder. Herudover er en meget væsentlig problemstilling, hvordan revisor skal forholde sig i hans påtegninger af regnskaber i denne svære økonomiske periode.

Afhandlingen vil få en drejning hen mod, hvad revisor skal være specielt opmærksom på i regnskaber fra investeringsvirksomheder i ejendomsselskabsbranchen, da dette er en af de brancher, der er specielt hårdt ramt af den nuværende krise, samtidig med, at det var en af de brancher der, var den udløsende årsag til hele krisen. Derfor må det forventes, at der kan findes spor efter finanskrisen i regnskaberne fra 2008.

### 5.1 Problemformulering

Den problemformulering der vil danne rammen for den reguleringsmæssige del af afhandlingen lyder:

**”Hvad skal revisor være ekstra opmærksom på i forbindelse med revision af regnskaber fra investeringsvirksomheder i ejendomsselskabsbranchen i en krisetid?”**

Under denne problemformulering vil der blive arbejdet med i alt tre punkter som jeg anser for at være de vigtigste.

---

Når vi snakker om investeringsvirksomheder i ejendomsselskabsbranchen er det uundgåeligt at beskæftige sig meget indgående med

- Værdiansættelse af de ejendomme selskabet besidder

Når vi snakker krise i almindelighed er det også relevant at have fokus på

- Going concern

Udover de to helt oplagt punkter er det også relevant at se på

- Revisors stillingtagen i påtegningen

Formålet med gennemarbejdningen af disse tre nævnte punkter, er, at komme frem til en række hypoteser, der er relevante at arbejde videre med nede i den empiriske del af afhandlingen.

Efter gennemgangen af hvad revisor skal have yderligere fokus på i en krisetid, vil der blive en mere empirisk behandling af revisors påtegning af regnskaber fra investeringsvirksomheder i ejendomsselskabsbranchen. Den problemformulering der vil ligge til grund for den empiriske del lyder:

**”Hvordan har finanskrisen haft indflydelse på regnskaber i investeringsvirksomheder i ejendomsselskabsbranchen, og på revisors påtegning?”**

Denne problemformulering vil blive besvaret ved hjælp af den række hypoteser jeg vil kunne opstille efter de tre reguleringsafsnit der skal til for at besvare den første problemformulering.

## 6. Afgrænsning

Formålet med dette afsnit er at få indsnævret problemfeltet.

Den problemformulering, der danner rammen om den første del af denne afhandling, rummer så mange forskellige muligheder for aspekter, at jeg er nødt til at foretage nogle afgrænsninger.

En af de ting, der er begyndt at dukke op efter krisen er brudt ud, er forskellige store svindelnumre, i ejendomsbranchen. Dette kunne være meget nærliggende at kigge nærmere på, da revisorerne, der har revideret de respektive regnskaber, er blevet hængt ud for ikke at have gjort deres arbejde tilfredsstillende.

Dette har jeg imidlertid fravalgt, da disse besvigelser først lige nu og desværre nok også et stykke ud i fremtiden, når regnskaberne for 2008 bliver revideret, er ved at dukke op, og meget af det derfor stadig er i rygte- og spekulationsfaserne. Derfor ville denne afhandling heller ikke kunne blive andet end gætterier.

Et valg, jeg har gjort mig, er, at jeg har valgt at tage fokus på ejendomsselskabsbranchen og herunder specifikt investeringsvirksomheder. Grunden til, at jeg har gjort det, er, at det er en af de brancher, der er meget hårdt ramt og som tidligere skrevet, årsagen til denne økonomiske situation, vi befinder os i. Dernæst var det selvsagt også en af de første brancher, der blev ramt, hvorfor jeg formoder, at effekterne er at finde i regnskaberne, der er ved at blive påtegnet i skrivende stund. Hermed også sagt at jeg har fravalgt et andet oplagt emne, nemlig den finansielle sektor. Denne kunne også have været meget relevant at se på, og ikke mindst tidssvarende, da der for tiden kommer en masse ny regulering på dette område.

I forbindelse med valget af ejendomsselskabsbranchen er der nogle emner, der er helt oplagte at beskæftige sig med.

For det første er det meget relevant at se nærmere på kravene om værdiansættelse, da krisen har gjort dette mere relevant end nogensinde før.

Dernæst er det problematikken om going concern, der bliver ekstra relevant. I denne sammenhæng vil der også blive inddraget aspekter fra afsnittet om værdiansættelse, da det er faktorer der i væsentlig grad kan påvirke forudsætningen om going concern.

Når revisor har været gennem hele regnskabet, og i denne krise måske specielt disse overvejelser, skal han afgive en påtegning. Derfor finder jeg det meget relevant at se på hvilke muligheder og krav der er til revisor, når han skal afgive en påtegning.

Med hensyn til den empiriske del har jeg besluttet at tage forskellige investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen og se på deres regnskaber for tre forskellige år.

Dette bliver fra 2005, hvilket var et almindeligt gennemsnitsår i dansk økonomi. 2007 som virkelig var det år, hvor den danske økonomi toppede, og så til sidst 2008, hvor det hele gik galt.

Jeg vil gå ind og se på, hvordan den økonomiske udvikling påvirker regnskaber fra tilfældigt udvalgte investeringsselskaber.

Dette vil blive gjort ud fra den række hypoteser jeg arbejder mig frem til gennem den reguleringsmæssige behandling af de omtalte emner, der vil blive behandlet først i afhandlingen.

## 7. Metode

Formålet med dette afsnit er at ridse rammerne op for denne afhandling.

Det betyder, at der under dette afsnit vil komme en forklaring på, hvilke metoder denne afhandling er underlagt.

### 7.1 Metode

#### 7.1.1 Reguleringsafsnit

I denne afhandlings første del, som er den reguleringsmæssige del, vil det være juridisk metode, der anvendes. Årsagen til dette er, at denne del vil opbygges ved hjælp af nogle retskilder på de pågældende områder.

De omtalte retskilder vil jeg anvende og fortolke til området og derfor er det juridisk metode jeg anvender.

#### 7.1.2 Empiriafsnit

I den empiriske del af afhandlingen vælger jeg at kigge på regnskaber fra nogle ejendomsselskaber. Udvælgelsen af disse regnskaber kommer til, at afhænge af metodevalget.

Jeg vil gøre det på den måde, at jeg vil tage nogle tilfældige selskaber ud.

Dog er der visse kriterier jeg i denne sammenhæng er nødt til at opstille, for at nå frem til nogle relevante regnskaber for min analyse.

Det mest relevante udvælgelseskriterium i den konkrete situation ville uden tvivl være balancesummen. Grunden til dette er, at hvis jeg udvalgte nogle selskaber med en betydelig balancesum var jeg sikker på, at sidde med nogle selskaber med betydelige ejendomsværdier.

Der er imidlertid flere grunde til at jeg ikke har valgt dette udvælgelseskriterium.

Det jeg risikere ved kun at se på balancesummen er, at jeg kan ende op med at sidde med en helt række holdingselskaber, da disse også vil stå tilbage ved udvælgelse gennem balancesummen.

---

Jeg har derfor i stedet for balancesummen valgt at stille et vist krav til omsætningens størrelse

Dernæst ender jeg op med et antal virksomheder, som kan være af interesse i min analyse. Her fra skal jeg så have udvalgt et antal regnskaber der gør, at jeg kan tillade mig, at drage overordnede konklusioner ud fra min analyse.

En anden mulighed kunne være at jeg have valgt at opstille en række kriterier som så skulle diktere udvælgelsen af regnskaberne. De kriterier kunne f.eks. være at det skulle være nogle selskaber jeg ved går dårligt. Eller det skulle være de største i Danmark, eller noget helt tredje. Jeg har imidlertid valgt den anden metode for at håbe at få en lidt bredere vinkel på, hvordan revisor forholder sig til regnskaber i denne branche i denne meget usikre periode.

Formålet med dette empiriske afsnit er, at foretage en empirisk undersøgelse af, hvordan finanskrisen har påvirket regnskaber indenfor investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

Det vil jeg gøre er at foretage en eksplorativ undersøgelse af branchen. For at gøre denne undersøgelse valid skal den have en vis tyngde og dybde. Dette betyder alt andet lige, at jeg skal have gravet en del regnskaber frem fra branchen for at kunne drage nogle gyldige og eksplorative konklusioner.

## *7.2 Primær kilder*

De forskellige organer (FSR og IAASB) har i forbindelse med denne globale finanskrise udsendt forskellige alerts. Disse har til formål at fortælle revisor, hvad han bør være ekstra opmærksom på i denne situation.

De har ikke virkning som lovgivning eller andet. De skal udelukkende opfattes som en reminder på, hvad der skal være ekstra fokus på.

Disse har jeg brugt som inspiration til, hvad det er jeg skal beskæftige mig med, i forbindelse med denne afhandling om, hvad revisor skal have ekstra fokus på i forbindelse med påtegning af regnskaber.

Udover disse alerts vil jeg også gøre brug af et notat som Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har udgivet. Dette notat omhandler emnet om værdiansættelse af ejendomme. Styrelsen skriver selv i indledningen at de har fundet det relevant med et sådan notat, da de har fundet ud af at der sommetider er problemer med en sådan værdiansættelse.

Lige som de omtalte alerts har dette notat heller ikke retsvirkning som lovgivning eller andet, det skal ses som en slags vejledning til hvordan man kommer frem til en rigtig og retvisende værdiansættelse af ejendomme.

Udover det nævnte, som ingen direkte retsvirkning har, vil det være forskellige ISA'er, RS'er og UR'er, der vil blive brugt som primære kilder til at skrive den reguleringsmæssige del af afhandlingen.

I forbindelse med afsnittet om værdiansættelse vil det være ISA 540 og 545 der er relevante.

Disse er imidlertid blevet sammenskrevet i den nye clarty version, som hedder ISA 540. Så jeg har besluttet, at det er den nye udgave, jeg benytter i denne afhandling. Den er blevet godkendt internationalt, men foreligger endnu ikke på dansk. Dog mener jeg, at det er denne beslutning, der giver den mest relevante og tidssvarende behandling af emnet.

En anden vigtig kilde for mig når det drejer sig om værdiansættelse af ejendomme, er det omtalte notat Erhvervs- og Selskabsstyrelsen udgav den 3. april 2009.

I afsnittet om going concern er RS 570 den primære kilde. En anden vigtig og primær kilde i denne sammenhæng er de alerts der er blevet udstedt af IAASB, da disse klart lægger vægt på problematikken med going concern.

Til slut i reguleringsdelen vil jeg behandle revisionspåtegningen. Dette afsnit vil blive skrevet ud fra RS 700 og 701. Derudover findes der også UR 2007-3 og 2008-1, der vil kunne bidrage til behandlingen.

Den empiriske del af afhandlingen handler som ovenfor beskrevet om at tage fat i nogle regnskaber fra investeringsselskaber fra ejendomsselskabsbranchen og se, hvordan finanskrisen påvirker regnskaberne. Derfor vil de primære kilder i dette afsnit være de udvalgte regnskaber.



## 8. Projektdesign

Formålet med dette afsnit er, at give et overblik, samt en beskrivelse af opbygningen af denne afhandling.

En del af det der fremgår af projektdesignet, er læseren allerede på nuværende tidspunkt blevet præsenteret for. Dette drejer sig om afsnittene indledning, problemstillinger og problemformuleringer, afgrænsning samt metode.

Projektdesignet her nedenfor illustrerer, at der efter dette afsnit kommer to uafhængige afsnit om henholdsvis værdiansættelse og going concern. Efter disse to reguleringsmæssige afsnit kommer der ligeledes et reguleringsafsnit, denne gang om revisionspåtegning.

Den reguleringsmæssige del af denne afhandling slutes af med en konklusion på reguleringsdelen. Denne konklusion er opbygget på baggrund af de tre reguleringsafsnit.

Det næste læseren vil blive præsenteret for, er en række hypoteser, som skal danne rammen om den eksplorative undersøgelse der vil udgøre den anden del af denne afhandling.

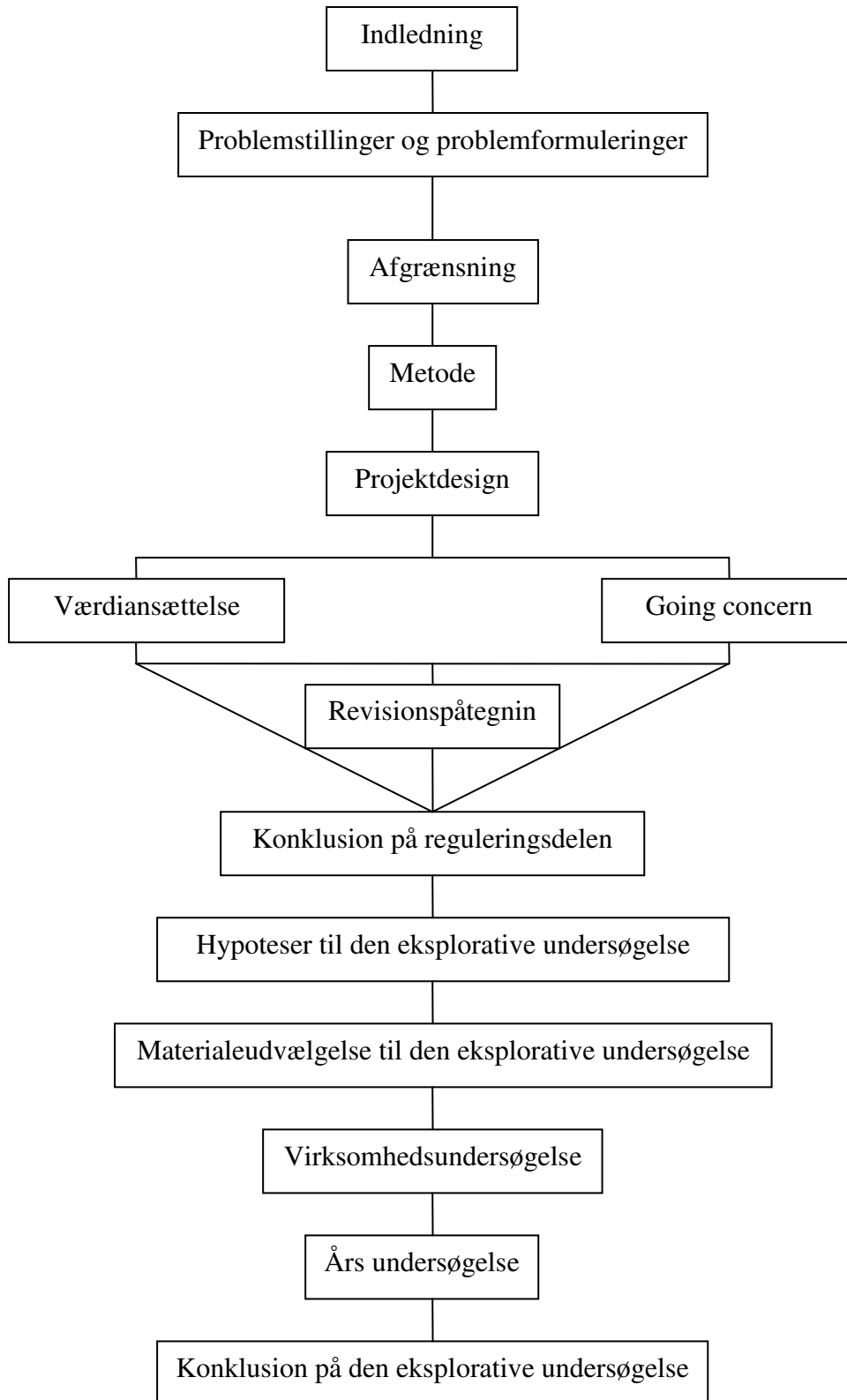
Dernæst, vil der komme en beskrivelse af, hvordan jeg har foretaget min materialeudvælgelse til denne undersøgelse. Dette gøres meget detaljeret, således at troværdigheden af undersøgelsen styrkes, da det på denne måde bliver muligt for andre at foretage samme undersøgelse.

Ud fra det valgte materiale og de opstillede hypoteser vil der blive foretaget to typer af undersøgelser. Den første undersøgelse bliver foretaget på virksomhedsplan. Det vil sige, at jeg arbejder med hver virksomhed for sig, for at se hvilke udviklinger jeg kan finde ved at se regnskaberne igennem for min analyseperiode.

Dernæst vil der blive foretaget en analyse på hvert af de enkelte år, der indgår i undersøgelsen.

Derved finder jeg frem til, om der er en tendens og dermed en eventuel udvikling i de enkelte år. Disse undersøgelser vil danne konklusionen på den sidste del af min afhandling, hvor jeg vil be- eller afkræfte mine opstillede hypoteser.

---



**Figur 2: Projektdesign**  
**Kilde: Egen tilvirkning**

## 9. Værdiansættelse af ejendomme

Formålet med dette afsnit er, at behandle det reguleringsmæssige vedrørende værdiansættelse af investeringsejendomme. Dette er altid forbundet med stor en grad af skøn og usikkerhed. Her i krisen er dette kun blevet en større og vanskeligere opgave for selskabet og revisor.

Dette afsnit vil i væsentlig grad komme til at bidrage til besvarelsen af den første problemformulering i denne afhandling, da dette er det helt centrale i regnskabsaflæggelsen, i investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

Dette emne er i denne afhandling af meget vigtig karakter, da regnskabsaflæggelse altid vil basere sig på oplysninger, skøn og forudsætninger, som er kendte og gældende på tidspunktet for regnskabsaflæggelsen. I en tid med voldsomme udsving i økonomien kan grundlaget for vurderinger hurtigt ændres. Af den grund bør ledelsen i en virksomhed sikre, at årsrapporterne indeholder alle relevante informationer, der kan give regnskabsbrugerne et solidt og relevant grundlag for deres beslutninger.

I denne konkrete økonomiske situation er det relevant at overveje at informere om de eventuelle forudsætninger og risici, der måtte knytte sig til det aflagte regnskab, samt om ledelsens risikostyring.

På revisionsområdet har jeg valgt at benytte mig af den nye version af ISA 540 – ”Revision af regnskabsmæssige skøn, herunder regnskabsmæssige skøn over dagsværdi og tilknyttede oplysninger”. Denne er i skrivende stund ikke kommet på dansk, men den internationale version er godkendt og udkommet.

Jeg har truffet dette valg, da jeg vurderer, at det vil give den mest tidssvarende behandling af området.

En anden meget vigtig kilde i dette afsnit bliver det nye notat fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, de udsendte notatet ”Måling (værdiansættelse) af ejendomme” den 3. april 2009.

Grunden til dette notat skriver, Styrelsen, er, at de det seneste år har haft fokus på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Og gennem de observationer, de har foretaget, er de blevet klar over, at der i nogle tilfælde er problemer med værdiansættelsen af ejendomme.

Dette notat fremhæver forskellige metoder til vurdering af investeringsejendomme. Formålet med notatet er, at gøre opmærksom på de forhold, som styrelsen har konstateret, og herigennem medvirke til en højere kvalitet af regnskaberne.

Jeg vil i dette afsnit starte med at se lidt nærmere på det reguleringsmæssige grundlag, investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen har at arbejde med.

### 9.1. ÅRL

Jeg har valgt at behandle emnet ud fra Årsregnskabsloven (ÅRL). Dette valg har jeg foretaget, da jeg mener, at det er dette, der giver den mest relevante afhandling, da jeg formoder at finde frem til regnskaber til den eksplorative undersøgelse, der anvender ÅRL som begrebsmæssig grundlag. Dog formoder jeg, at der kommer et internationalt præg over dette afsnit alligevel, da man tit i forarbejderne til ÅRL bliver henvist til de internationale standarder for uddybning.

Efter ÅRL er der flere alternative måde at opgøre investeringsejendommens værdi på.

I ÅRL er udgangspunktet, at efterfølgende målinger af materielle aktiver skal ske efter § 36, som siger at det skal ske til kostpris. Dog er der for investeringsejendommene en anden mulighed.

Denne fremkommer i ÅRL § 38.

§ 38 lyder nemlig:

”Virksomheder, der som hovedaktivitet udøver investeringsvirksomhed, kan efter første indregning løbende regulere de i stk. 2 nævnte aktiver, som er omfattet af investeringsaktiviteten og dermed forbundne finansielle forpligtelser, til dagsværdi.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder anvendelse på investeringer i finansielle aktiver, investeringsejendomme, råstoffer og lignende materielle aktiver samt finansielle forpligtelser, der er

forbundet dermed. Anvendelse kan ske på samtlige investeringsaktiver eller på enkelte kategorier af investeringsaktiver samt de finansielle forpligtelser, der er forbundet dermed.”<sup>1</sup>

Som det kan læses ud af § 38 er det valgfrit om man vil benytte sig af dagsværdimåling eller måling til kostpris, hvis man opfylder hovedaktivitetskravet. Opfylder man ikke dette krav er man nødsaget til at anvende kostpris som værdiansættelsesmetode.

Efter dette er det meget vigtigt at få defineret to ting i ÅRL's § 38. Dette drejer sig om hovedaktivitet og investeringsejendom.

### *9.1.1 Hovedaktivitet*

Dette begreb er meget vigtigt at få defineret, da det er dette der afgør om selskaber kan måle deres investeringsejendomme til dagsværdi eller de skal måle dem til kostpris ligesom almindelige anlægsaktiver.

Denne definition leder man dog forgæves efter i loven. Derfor har jeg været nødsaget til at dykke ned i noget litteratur der kommenterer ÅRL. Ved at gøre dette, er jeg kommet frem til den konklusion at selskaber kun kan have en hovedaktivitet, det vil sige enten er man en investeringsvirksomhed, eller også er man ikke.<sup>2</sup> Et andet sted når jeg frem til samme ræsonnement, nemlig at der ikke nødvendigvis skal være tale om at investering er virksomhedens eneste aktivitet, men at det ikke er realistisk at forestille sig en virksomhed have mere end en hovedaktivitet.<sup>3</sup>

### *9.1.2 Investeringsejendomme*

For at finde ud af hvad der ligger i dette begreb har jeg været tilbage i det arbejde der er foregået med ÅRL gennem årene, derved fandt jeg bemærkningerne til lovforslag L 138, Forslag til Lov om erhvervsdrivende virksomheders aflæggelse af årsregnskab m.v., fremsat den 10. januar 2001.

---

<sup>1</sup> LBK nr. 395 a 25/05/2009, s. 9, § 38

<sup>2</sup> Håndbog i årsrapport s. 310-311

<sup>3</sup> Årsrapporten - Kommentarer til årsregnskabsloven s. 376

---

Der står om § 38, at ”Forslaget søger ikke at give nærmere definition på investeringsejendomme, men overlader dette tillige med andre spørgsmål vedrørende investeringsejendomme til regulering ved regnskabsstandarder med baggrund i IAS 40.”<sup>4</sup>

Hermed fremkom det internationale præg, som jeg tidligere omtalte. Dette betyder, at man bliver henvist til IAS 40 for at finde ud af, hvad der falder ind under investeringsejendomsdefinitionen.

I dette tilfælde er det IAS 40, afsnit 51, der er relevant. I dette afsnit står der:

”Investeringsejendommens dagsværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele af disse fremtidige investeringer.”<sup>5</sup>

Dette mener jeg dog ikke er en særlig god definition af begrebet, da det i stedet er en afgrænsning af hvad der ikke indgår i begrebet. Modsætningsvist kan det dog sluttes, at det, der måles til dagsværdi, er det der i virkeligheden er til stede på statutidspunktet, og ikke hvad der senere er planer om.

Når vi taler ÅRL er det også vigtigt at nævne at der skete nogle ændringer i denne lov i 2008.

Der er specielt en ændring der er interessant at nævne, når vi taler investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen. Nemlig at § 38, stk. 5 er blevet ophævet i den nye udgave af ÅRL.

Dette medfører at selskaberne ikke længere skal indregne deres nettoopreguleringer på deres ejendomme i posten ”Reserve for dagsværdi på investeringsaktiver”. Dette betyder at

værdireguleringer nu kan posteres som en fri reserve i selskabet, i stedet for som før, ændringen på en bunden reserve.

## 9.2. ISA 540

Noget af det første, ISA 540 gør, er at opliste nogle kriterier for regnskabsmæssige skøn der, indebærer en relativ lav skønsmæssig usikkerhed og derfor medfører lavere risici for væsentlig fejlinformation. Det er ikke i denne kategori, jeg finder investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

---

<sup>4</sup> 2000/1 LSF 138, s. 109

<sup>5</sup> IAS 40, afsnit 51

Derimod mener jeg, at kan placere denne branche i A3, der siger ”Der kan dog for visse regnskabsmæssige skøn herske en relativ høj skønsmæssig usikkerhed, navnlig når disse skøn er baseret på væsentlige forudsætninger, som for eksempel:”<sup>6</sup> Herefter oplystes ligesom ved den lave skønsmæssige usikkerhed nogle kriterier for, hvad der falder ind under A3.

Jeg mener, at kunne placere investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen i det tredje og sidste punkt. Dette lyder ”regnskabsmæssige skøn over dagsværdi, hvor virksomheder har udviklet en højt specialiseret model, eller hvor der anvendes forudsætninger eller input, som ikke kan observeres i markedet.”<sup>7</sup>

I almindelige regnskabsår er A5 nærmest konstrueret til investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen. Dette afsnit fastslår, at det ikke er alle regnskabsposter, der skal måles til dagsværdi, der er forbundet med skønsmæssig usikkerhed.

Eksempler på sådanne tilfælde er, hvor der findes et aktivt og åbent marked, der tilvejebringer lettilgængelige og pålidelige oplysninger om de priser, transaktionerne på markedet sker til. I disse tilfælde er den officielle markedspris det bedste revisionsbevis for dagsværdien.

Dette er dog ikke tilfældet på boligmarkedet i tiden, på grund af den krise markedet er ramt af. Årsagen til dette er, at der næsten ikke bliver foretaget nogen handler på markedet, og de enkelte der sker, er tit fordi det er nødvendigt, og derfor er disse handler ikke retvisende at benytte som pejling på dagsværdien på ejendommene. Dette er grunden til at jeg mener at vi i tiden er inde og snakke A3, da dagsværdien nu skal måles ved hjælp af en model.

Hermed har jeg konstateret, at vi er inde og snakke skøn til dagsværdi, når vi har med investeringsejendomme at gøre og dermed altså ikke andre skøn, som ville være den anden mulighed.

Der, hvor denne konstatering har betydning, er spørgsmålet om, om efterfølgende begivenheder skal medtages i værdiansættelsen eller ej.

Ved gennemlæsning af ISA 540 kan man fastslå, at man skal se bort fra alt, der hedder efterfølgende begivenheder, når man foretager skøn til dagsværdi. Denne værdiansættelse går

---

<sup>6</sup> ISA 540, s. 12, A3

<sup>7</sup> ISA 540, s. 13, A3

nemlig på, at man ser på den konkrete værdi på balancedagen, der ville fremkomme, hvis to uafhængige parter skulle handle denne ejendom.

Det var det samme som vi kom frem til under behandlingen af IAS 40. Denne fastslog også at der ikke måtte indgå noget i værdiansættelsen, som ikke fandtes på statustidspunktet.

Hermed er det konstateret, at der ikke er uenighed i reguleringen på dette punkt.

Det bedste udgangspunkt for at vurdere markedsværdien ville naturligvis være at sammenligne med handelsværdien for gennemførte handler, der lægger tæt på regnskabsaflæggelsen, da dette ville være det bedste udtryk for en handel mellem uafhængige parter. Dette er det, der i standarden står i A5. Dette er dog ikke en god metode eller måske slet ikke muligt i den nuværende økonomiske situation, da ejendomshandler næsten er gået i stå, og hvis der endelig gennemføres nogen, kan det være "tvungne salg" og dette er ikke udtryk for markedsværdien.

Når ikke markedsværdien kan anvendes må man lede efter alternative metoder.

Ens for alle disse metoder er, at de frembringer et skøn over den forventede dagsværdi på investeringsejendommene.

Da jeg har valgt at beskæftige mig med ejendomsselskaber, er der to alternative måder at opgøre ejendommens dagsværdi på. Det er enten at få en vurdering af en ekstern vurderingsmand eller også en vurdering baseret på en opstillet model.

Her går notatet fra Erhvervs- og selskabsstyrelsen ind og påpeger nogle problemer, de har fundet ved de forskellige metoder til fastlæggelse af dagsværdien.

Da dette er noget revisor skal være opmærksom på ved revision af regnskabet, har jeg valgt at beskrive begge metoder.

### *9.3. Vurdering baseret på en ekstern vurderingsmand*

I ISA 540 bliver det mange gange nævnt, at der er muligheder for at inddrage en ekstern vurderingsmand, når der skal fastlægges en dagsværdi. Altså er det herigennem fastslået at



standarderne anser dette som en acceptabel måde at foretage værdiansættelse på. Dog skal man i denne situation også huske at der findes RS'er der beskæftiger sig med dette område.

Når der inddrages en ekstern vurderingsmand i værdiansættelsen af ejendommene, så er vi ind og snakke RS 500, hvis det er en vurderingsmand revisor udvælger. Er det derimod en vurderingsmand som ledelsen udpeger, så er det RS 620 der er relevant.

Det de begge har tilfælles er, at revisor skal tage stilling til tre faktorer, når en sådan ekstern vurderingsmand kommer ind i billedet. De faktorer der er interessante, er kompetence, udført arbejde og uafhængighed.

Uafhængigheden giver sig selv. Revisor skal være sikker på, at der ikke er nogen nære forbindelser mellem selskabet og vurderingsmanden.

Udført arbejde er også lige til, revisor skal sikre sig, at arbejdet er udført på en måde, således at det kan bruges som relevant revisionsbevis for værdiansættelsen af de pågældende investeringsejendomme.

Kompetencen dækker først og fremmest spørgsmålet om, om den anvendte person har den fornødne uddannelse for at foretage de pågældende skøn. Men i denne situation, kan revisor med rette stille spørgsmålet om, om der er nogen i ejendomsbranchen, der har den fornødne kompetence til at udtale sig om dagsværdier på det aktuelle boligmarked. Dette mener jeg ikke er tilfældet, og derfor mener jeg ikke, at en vurdering fra en sådan fagkyndig person kan stå alene, som værdiansættelse af investeringsejendomme i det marked de operere på i tiden.

Vurdering baseret på en ekstern vurderingsmand kan dog i mange tilfælde, og måske specielt i denne økonomiske situation, være en god ide, at supplere værdiansættelsen med.

Dog skal man nok i denne tid være ekstra opmærksom på, at det er en, der er van til at færdes på lige præcis det pågældende geografiske område og den type ejendom, der er tale om, da der er store forskelle på den prisudvikling, der har været i løbet af krisen.

I notatet fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen skriver de, at de er stødt på tilfælde, der ikke overholder de lovmæssige krav, der er til værdiansættelse af ejendomme til dagsværdi.

De lovmæssige krav der her henvises til er specielt afsnit 51 i IAS 40.

Dette afsnit fastslår nemlig at: ”Investerings ejendommens dagsværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele af disse fremtidige investeringer.”<sup>8</sup>

Ud fra dette afsnit ses det tydeligt, at ejendommen skal vurderes ud fra de faktiske forhold på balancedagen uden hensyntagen til fremtidige investeringer og andre begivenheder i det hele taget.<sup>9</sup>

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen er stødt på det modsatte, nemlig at sådanne investeringer er medtaget i værdiansættelsen

Hermed sagt, at revisor måske skal være lidt mere opmærksom på, hvilke forudsætninger der ligger til grund for vurderingsmandens værdiansættelse.

Dette må jeg formode ikke er blevet mindre relevant her under krisen, da selskaberne har interesse i at opretholde en høj værdiansættelse af deres investeringsejendomme. Dette ønske kunne lede til, at de måske opstiller planer for fremtidige investeringer, for derigennem at påvirke vurderingsmanden til en højere værdiansættelse.

#### *9.4. Vurdering baseret på den afkastbaserede metode*

Når vi taler modeller til værdiansættelse af ejendomme, er der flere forskellige alternativer. Dog skal man være opmærksom på, at det ikke er dem alle, der er lige relevante ved alle former for ejendomme.

Den mest anvendte model er den almindelige afkastbaserede model.

Måden, man opgør værdien på, er på basis af det forventede driftsafkast på ejendommen i et typisk driftsår og et forrentningskrav, der er fastsat ud fra risikoen på den enkelte ejendom.

Den åbenlyse fordel ved denne model er, at den er meget overskuelig samtidig med, at den er velkendt blandt de forskellige aktører på ejendomsmarkedet.

---

<sup>8</sup> IAS 40, afsnit 51

<sup>9</sup> EogS, s. 2

En svaghed ved denne model er dog også, at den bygger på gennemsnitsbetragtninger og derfor er mindre egnet til mere komplekse ejendomme.<sup>10</sup>

En anden og måske vigtigere svaghed, at være opmærksom på er, at det er selskaberne selv, der fastlægger værdierne af de faktorer, der indgår i modellen.

Det er i forbindelse med forrentningskravet, revisor skal være ekstra opmærksom. For ved at manipulere med denne størrelse, kan selskaberne mere eller mindre selv bestemme, hvilken dagsværdi de vil fremkomme til, på deres investeringsejendomme.

Man kan ikke som revisor eller nogen anden, for den sag skyld, sætte sig ned og komme frem til et endegyldigt svar på, hvad forrentningsniveauet på en specifik investeringsejendom skal være. Det er nødvendigt med en individuel vurdering i hvert tilfælde. Dog kan man altid finde lidt støtte i niveauet for den risikofrie rente, da man forventer, at det er i det leje selskaberne vil lægge deres krav til forrentning af deres investeringsejendomme<sup>11</sup>.

Årsagen til, at revisor måske skal have lidt mere fokus på, hvilke størrelser de anvendte faktorer i modellen bliver sat til, er, at selskaberne ved at anvende et meget lavt forrentningsniveau kan opnå en høj værdiansættelse af deres investeringsejendomme.

Scenariet kan selvsagt også vende om, således at et forkert værdiansat forrentningskrav, kan lede til en for lav dagsværdi<sup>12</sup>. Dette er dog ikke så relevant og sandsynligt i denne økonomiske situation. Dog kan det blive relevant at se, om forrentningsniveauet i de regnskaber, jeg skal arbejde med i den empiriske del, viser tegn på, at forrentningskravet har ændret sig gennem de år jeg arbejder med.

Er man i en situation, hvor man skal værdiansætte større erhvervsejendomme, ejendomme med hjemfaldspligt eller ejendomme med stort lejepotentiale efter en stor modernisering over nogle år,

---

<sup>10</sup> Ejendomsforeningen Danmark, s. 6

<sup>11</sup> EogS, s. 3

<sup>12</sup> EogS, s. 4

gør man klogest i at arbejde med en model med en forholdsvis lang budgetperiode, der kan rumme alle disse faktorer. I en sådan situation benytter man sig typisk af discounted cash flow-modellen, i stedet for den beskrevne almindelige afkastbaserede model.

Det er ikke kun i situationer med komplekse ejendomme, denne er anvendelig.

Det kan også være en fordel at benytte denne mere komplekse model, i den økonomiske situation selskaberne befinder sig i for tiden.

Dette er grunden til at jeg også i denne afhandling vil beskæftige mig med denne model.

### *9.5. DCF-modellen*

Grunden til, at jeg vælger at bruge plads på behandling af denne model, er, at den kan være bedre, at bruge i denne økonomiske situation.

Typisk benyttes denne model, som ovenfor beskrevet, af selskaber med mere komplekse investeringsejendomme. Dog kan den også være et meget godt alternativ til selskaber med mere almindelige investeringsejendomme med den situation, vi befinder os i.

Årsagen til, at denne måske er at foretrække frem for den almindelige afkastbaserede model, er, at den bygger på flere faktorer, som gør det muligt f.eks. at se konsekvenserne af en længere periode med tomme lejemål eller et faldende niveau i lejeindtægterne<sup>13</sup>.

DCF-modellen er meget mere kompleks, end den almindelige afkastbaserede model. Den består af 5 trin, som selskaberne skal arbejde sig igennem, for at nå frem til deres skønnede dagsværdi på deres investeringsejendomme.

Disse trin vil jeg gennemgå et for et, for derigennem at fastslå, hvor det er revisor skal have sit fokus når han skal revidere regnskabet og dermed sikre sig, at det er retvisende værdier, der er opført i regnskabet. Hele denne behandling vil bygge på et notat fra Ejendomsforeningen Danmark, som er en erhvervsorganisation for ejere, udlejere og administratorer af fast ejendom, og det hedder "Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen."

---

<sup>13</sup> RR.2009.02.0068, s 1 – udfordringer ved Mar-to-Model

### 9.5.1. Trin 1 – Cash flowet i budgetperioden

Efter denne model opgøres markedsværdien af den pågældende ejendom ud fra det forventede fremtidige frie cash flow, der stammer fra ejendommens drift. Derfor foretages der en detaljeret budgettering for driften i hvert regnskabsår i budgetperioden.

Der er ikke nogen endegyldig regel, om hvor lang en budgetperiode, man som selskab skal arbejde med, når man bruger denne DCF-model.

Budgetperiodens længde skal fastsættes af selskabet, således at de særlige forhold, der er i forbindelse med ejendommen kan indregnes inden periodens udløb. Her tænkes der blandt andet på igangværende projekter. Dvs. at budgetperioden skal løbe frem til et tidspunkt ude i fremtiden hvor niveauet for det frie cash flow fra den pågældende ejendom er stabiliseret.

Som hovedregel arbejder de fleste selskaber med en budgetperiode på 10 år.

Grunden til en budgetperiode på denne længde er, at den er tilstrækkelig lang til at få konsekvenserne af foretagne projekter med og samtidig ikke længere end at det stadig er muligt, at foretage en realistisk budgettering. En ret meget længere budgetperiode ville betyde meget usikre budgetteringer, da ingen kan se hvad der sker i fremtiden.

Det er vigtigt at vide hvad det er, der skal indgå i denne budgettering, derfor vil jeg nedenfor komme med nogle eksempler på hvad selskaberne skal medtage, såvel under indtægter som udgifter.

#### Indtægter

Når selskabet skal foretage en budgettering over deres indtægter over budgetperioden, er det alt hvad der vedrører lejeindtægterne fra investeringsejendommen der skal medtages.

Når der snakkes om almindelige udlejningsejendomme til beboelse, vil det primært være selve lejeindtægten som selskabet skal budgettere. En anden vigtig ting at få med i budgettet, er dog også lejereguleringer, hvis man forventer at kunne hæve lejen, eller være nødsaget til at sænke den i løbet af budgetperioden.

Hvis vi i stedet for almindelige ejendomme med henblik på beboelse snakker om erhvervsejendomme, er der også andre indtægter man skal være opmærksom på at få med i budgettet.

Der er naturligvis de indtægter som beskrevet ovenfor, de skal også medtages ved denne form for ejendom, men udover det er der også indtægter der er fremkommet ved f.eks. udlejning af tilhørende parkeringsplads, lysreklamer og hvad der ellers kan tænkes at følge med til en erhvervsejendom.

### Udgifter

De udgifter som selskabet skal medtage i sin beregning af det frie cash flow, er samtlige udgifter selskabet har ved at udleje investeringsejendommen.

Eksempler på udgifter er de helt åbenlyse udgifter til f.eks. vicevært, administration, ejendomsskatter og forsikringer. Udover disse helt naturlige udgifter indgår sådan noget som investeringer der skal foretages, for at selskabet kan sætte deres leje op også i modellens udgifter. Det er ikke kun disse profitskabende investeringer der skal indgå i udgifterne, men også alle øvrige investeringer. Også udgifter til vedligeholdelse af ejendommen indgår som udgift i DCF-modellen. Her gør selskaberne tit det, at de udarbejder en vedligeholdelsesplan, således at det bliver lettere at indregne de korrekte beløb over budgetperioden.

Udover de nævnte udgifter er der også en anden ting som virksomheden skal have med, nemlig forventede omkostninger til tomgang.

Det er nok specielt her selskaberne kommer i problemer med hensyn til deres DCF-model. Med det mener jeg, at de selskaber, som bruger denne model til at fastlægge dagsværdien af deres investeringsejendomme og arbejder med en budgetperiode på 10 år, har nok ikke set denne krise komme, og derfor ikke forventede de omkostninger til tomgang som de lige pludselig står med. Med dette faktum i mente, vil jeg forvente, at se mange nedskrivninger af ejendommenes værdi i 2008 regnskaberne.

Derudover er selskaberne også i en situation hvor det er svært for dem, at lægge budget 10 år ud i fremtiden på nuværende tidspunkt, da der ikke er nogen der ved, hvor længe denne krise vil vare ved, og derved hvor længe udmatningen på boligmarkedet vil stå på.

Dette er en af de store udfordringer selskaberne står overfor i denne situation når de skal udarbejde deres DCF-model. Og dermed også sagt, her hvor revisor skal have sin kritiske sans med. Tror han på de budgetter selskabet har anvendt, for at nå frem til det frie cash flow, eller mener han det er urealistisk og derved også en urealistisk dagsværdi selskabet er nået frem til.

### *9.5.2. Trin 2 – Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden*

Når så selskabet har fået fastlagt deres frie cash flow i trin 1, kommer de ned i trin to i denne model. På dette trin handler det om, at få tilbagediskonteret cash flowet fra de enkelte år, for at nå frem til ejendommens værdi på modellens udgangspunkt, hvilket er på balancedagen.

Måden tilbagediskonteringen finder sted på, er ved at benytte en diskonteringsrente. Denne rente fastsættes for hver enkelt ejendom, da der ikke er to ejendomme der skal behandles ens. Grunden til dette, er, at det både er ejendomsrelaterede og makroøkonomiske forhold, der spiller ind i fastsættelsen af diskonteringsrenten.

Her er det vigtigt at fastslå, at denne diskonteringsrente ikke direkte kan sammenlignes med forrentningskravet, som anvendes i den almindelige afkastbaserede model, som behandlet i afsnit 7.4. Det skyldes blandt andet, at der i DCF-modellen inkluderes inflation i renten. Derudover tager DCF-modellen i højere grad, end den almindelige afkastbaserede model, højde for forskellige risici i den lange budgetperiode.

For at få en forståelse af, hvor komplekst det kan være, at komme frem til en retvisende diskonteringsrente, har jeg besluttet, at gå mere i dybden med det.

Helt konkret kan det fastslås, at diskonteringsrenten består af to elementer, nemlig

- Den risikofrie rente
- En risikopræmie.

Dette er det samme uanset om, vi snakke om DCF-modellen eller den almindelige afkastbaserede model, som beskrevet i et tidligere afsnit.

Den risikofrie rente fastlægges, som regel ud fra en 10-årig statsobligation.

Risikopræmien skal vurderes for hver enkel ejendom. Den skal nemlig afspejle den risiko, der er forbundet med den konkrete ejendomsinvestering.

Da man i DCF-modellen inkludere inflation, betyder dette også at der skal tages højde for denne i selve diskonteringsrenten, hvilket betyder at vi i denne model arbejder med en nominel diskonteringsrente. Hvorimod det er en real diskonteringsrente, der arbejdes med i den almindelige afkastbaserede model.

Der er en lang række risici forbundet med ejendomsinvesteringer. Det er vigtigt når vi taler DCF-model at vide, at disse risici behandles forskelligt i modellen. Der er nogen af dem der indgår i cash flowet mens andre af dem indgår i diskonteringsrenten.

Derudover skal man have for øje, som beskrevet ovenfor, at det ikke kun er faktorer der er ejendomsrelateret, men også makroøkonomiske faktorer der spiller ind.

For at få et overblik over alle disse faktorerers betydning har jeg valgt at gengive en tabel fra Ejendomsforeningen Danmark's notat, der viser de typiske faktorer der påvirker såvel diskonteringsrenten som cash flowet.

Det skal dog påpeges at, der findes flere faktorer, end de medtagne, men det er dem som Ejendomsforeningen Danmark anser som de mest almindelige.



<b>Håndtering af de forskellige risikofaktorer i DCF-modellen:</b>		
	Diskonteringsrente	Cashflow
<b>Ejendomsrelaterede faktorer</b>		
Type af ejendom	β	
Beliggenhed	β	
Lejers bonitet	β	
Udbud og efterspørgsel	β	
Kontraktlængde		β
Faktisk leje i forhold til markedslejen		β
Genudlejningsrisiko og restværdi		β
Tomgang		β
Indretningsudgifter		β
Deposita		β
Udskudt vedligeholdelse		β
<b>Makroøkonomiske faktorer</b>		
BNP, beskæftigelse m.m.	β	
Inflation	β	β
Risikofri rente	β	

**Kilde:** Ejendomsforeningen Danmark, s. 11

**Figur 3: Håndtering af de forskellige risikofaktorer i DCF-modellen**

Da dette afsnit omhandler diskonteringsrenten, vil jeg her kort beskæftige mig med hvad der forstås ved de faktorer, som ses i tabellen der påvirker denne rente.

#### 9.5.2.1. Ejendomsrelaterede faktorer

Ejendommens type er taget med, som en faktor, da der er stor forskel i risiko for investorer, og i dette tilfælde selskabet, om vi taler boligejendom, butik, kontor eller andet erhverv.

Dette er derfor noget selskabet skal se på, når de er på dette trin og skal vurdere deres risiko ved investeringen i den pågældende ejendom.

En anden faktor der spiller ind for diskonteringsrenten, er ejendommens beliggenhed.

Den måde dette skal forstås på er, at en ejendom med en god beliggenhed, det kan være sig i forhold til infrastruktur, adgang til arbejdskraft, identitet og herlighedsværdi er mere eftertragtet af både lejere og investorer og har derfor en relativt lavere diskonteringsfaktor.

Et meget vigtigt element, og ikke mindst i den nuværende økonomiske situation, i fastsættelsen af diskonteringsrenten er lejerens bonitet. Dette er et udtryk for lejerens evne til at leve op til de økonomiske forpligtelser, der påhviler ham.

Grunden til, at jeg mener, at dette har fået måske mere betydning end normalt er, at lejere med ringe finansiell styrke udgør en driftsrisiko, og dermed betyder højere diskonteringsrente.

Meget pålidelige lejere kan måske i denne situation lige pludselig komme til at høre til i denne gruppe, da de måske bliver ramt af den høje arbejdsløshed, der er ved at udvikle sig.

Der er også en anden grund til at denne bonitet har fået større betydning, nemlig det, at en ejendom med god beliggenhed normalt ikke har denne faktor med i betragtning, da de ikke er vant til tomgang. De er vant til, at have en ny lejer til at stå, når der bliver et lejemål ledigt, på grund af den gode beliggenhed.

Selskaber med denne slags ejendomme, skal nok til at revurdere deres diskonteringsrente, da de ikke kan forvente at dette er tilfældet længere.

Udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet, er en anden faktor der skal tages i betragtning når man skal fastsætte diskonteringsrenten.

I perioder med relativ høj udbud af ejendomme, som det må siges vi er inde i for tiden, bør diskonteringsrenten være højere, idet den enkelte ejendom bliver vanskeligere at sælge og udleje.

Udover den generelle tilstand på ejendomsmarkedet skal selskaberne også se specifikt på udbuddet af den slags ejendomme, som netop dette selskab besidder, og derigennem korrigere diskonteringsrenten efter dette.

### 9.5.2.2. Makroøkonomiske faktorer

Inden for de makroøkonomiske faktorer, der påvirker selskabets diskonteringsrente er BNP, beskæftigelse m.v. en af de helt centrale.

Disse faktorer har nemlig væsentlig betydning for, hvor store risici, der er forbundet med investering i ejendomme. Grunden til dette er, at, der i perioder med lavkonjunktur er større sandsynlighed for, at lejere ikke har mulighed for, at leve om til deres økonomiske forpligtelser. Det er denne situation selskaberne skal forholde sig til i denne tid.

Inflationen står i tabellen som om den indgår i fastsættelsen af diskonteringsrenten. Årsagen til dette er, at når den indgår i cash flowet, så skal den uvægerligt også indgå i diskonteringsrenten.

Renteniveauet, som er den sidste faktor i tabellen ovenfor, der viser hvilke faktorer der påvirker diskonteringsrenten, er også meget vigtig. Det er der to årsager til. Den første er den, at det er renteniveauet, der har betydning for finansieringen af den pågældende ejendom. For det andet, er det renteniveauet der har betydning for investorens alternative investeringsmuligheder.

Dette betyder alt andet lige, at en stigning i renteniveauet vil medføre et højere alternativafkast hos investorerne og dermed en stigning i diskonteringsrenten.

### *9.5.3. Trin 3 – Terminalværdi*

Indtil videre har vi nu fundet ud af hvordan selskaberne fastlægger deres frie cash flow, typisk over 10 år, samt hvordan de finder den diskonteringsfaktor cash flowene skal tilbageføres med.

Dette er dog ikke nok for at fastslå ejendommens dagsværdi. Nu skal vi til at se på, hvordan selskabet når frem til værdien af ejendommen udover den 10-årige budgetperiode de anvendte i trin 1.

For at det kan lade sig gøre, at finde frem til denne værdi antages det, at det frie cash flow vil være konstant efter udløbet af budgetperioden.

Den værdi som den pågældende ejendom udgør efter udløbet af budgetperioden, opgøres med udgangspunkt i et terminalår.

Terminalåret kan betragtes som et normalår, dvs. det forventede cash flow i dette terminalår, skal være udtryk for gennemsnittet over de fremtidige år, der ligger udover budgetperioden.

Grunden til, at man arbejder med et terminalår er, at det på grund af tidshorizonten på et eller andet tidspunkt, typiske efter budgetperioden på 10 år, ikke længere giver nogen mening, at se konkret på de enkelte års specifikke pengestrømme, da dette vil være forbundet med for stor usikkerhed.

Det cash flow selskabet angiver i terminalåret, er et udtryk for forventningerne til et evigt cash flow. Dette betyder, at man derfor ikke skal tage højde for tidsspecifikke forhold, og dermed skal der kun være tale om gennemsnitsbetragtninger.

I branchen taler man om ejendommens livscyklus. Det dækker over den periode, hvor ejendommens periodiske cash flow gentager sig.

Ved at benytte sig af denne livscyklus får man en meget god indikation af, hvad terminalårets cash flow skal være.

Et eksempel kunne være, at ejendommens livscyklus viser en forventning om, at taget på ejendommen skal udskiftes hvert 30. år. Dette vil så medføre at der skal tillægges  $1/30$ , af de forventede omkostninger, der er forbundet med udskiftningen af taget, til terminalåret.

#### *9.5.4. Trin 4 – Tilbagediskontering af terminalværdi*

Når selskabet så har fundet frem til det cash flow, der skal udgøre terminalåret, så skal dette tilbagediskonteres med diskonteringsrenten.

Som udgangspunkt benyttes den samme diskonteringsrente for terminalåret, som for budgetperioden, dog uden inflationen er inkluderet.

Vurdere selskabet, at der er forhold, der taler for, at risikoen i cash flowet ændres fundamentalt i løbet af terminalperioden, kan man overveje, at benytte en anden diskonteringsrente i terminalåret, således at det afspejler den nye risikoprofil.

Det er dog meget vigtigt, at pointere, at der skal meget drastiske ændringer til, før dette bør ske. Årsagen til dette er, at terminalåret som før nævnt, dækker over en uendelig periode, hvorfor svingninger i starten af terminalperioden ikke må overvurderes.

#### *9.5.5. Trin 5 – Ejendommens værdi*

Når selskabet er nået så langt i denne DCF-model, er det sidste der mangler bare, at komme frem til ejendommens værdi. Måden dette gøres på, er ved at tage summen af det tilbagediskonterede cash flow for budgetperioden og den tilbagediskonterede terminalværdi.

### *9.6. Sammenfatning*

Gennem arbejdet med dette afsnit, er jeg kommet frem til, at selskaberne som hovedregel skal opgøre deres ejendomme, som almindelige materielle aktiver. Dette gøres efter ÅRL § 36 til kostpris. Dog her selskaberne, hvis de har investering som hovedaktivitet, mulighed for at værdiansætte deres investeringsejendomme til dagsværdi. Dette kommer fra § 38 i ÅRL, som er af helt afgørende betydning, for investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

Ved denne konstatering er vi også inde og snakke ISA 540. Denne standard omhandler nemlig skøn til dagsværdi og andre skøn. Disse behandles forskelligt med hensyn til, om efterfølgende begivenheder skal tages med i betragtning ved værdiansættelsen eller ej.

Vi fastslog gennem ÅRL at vi arbejder med skøn til dagsværdi, hvilket betyder at vi gennem ISA 540 finder ud af, at efterfølgende begivenheder ikke må tages med i betragtning, når skønnet over investeringsejendommens værdi foretages.

Dette understøttes af det vi finder, hvis vi benytter os af IAS 40, som fortolkningsbidrag til ÅRL. I dennes afsnit 51, fastslås det også at ejendommens dagsværdi ikke afspejler nogen form for fremtidige begivenheder.

Når selskaberne så skal til at foretage skøn over dagsværdien, er der forskellige metoder til dette. De kan enten vælge at gøre brug af en ekstern vurderingsmand, eller de kan vælge at foretage et skøn ved hjælp af en opstillet model.

I denne økonomiske situation er det min vurdering, at værdiansættelsen ikke kan foretages alene på baggrund af en vurdering foretaget af en ekstern mægler, men at der som minimum, skal en model med ind over, ved værdiansættelsen.

Årsagen til dette er, at forholdene på markedet i den nuværende situation ændre sig så dramatisk, at kompetencen der kræves i RS 500 og 620 ikke menes at være opfylde.

Hvad angår de opstillede modeller taler man typisk om to slags. Der er en meget simpel model, den afkastbaserede model, denne tager ikke ret mange faktorer i betragtning og arbejder derudover med en forholdsvis kort budgetperiode og er derfor bedst egnet til "almindelige" investeringsejendomme.

Det er denne model, der er den mest anvendte i branchen i almindelige regnskabsår.

Dog er der meget, der taler for, at det vil være en fordel for de fleste investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen at benytte sig af en mere kompleks model, i den økonomiske situation vi befinder os i.

Et godt alternativ til den almindelige afkastbaserede model er discounted cash flow-modellen. Denne arbejder med en meget længere budgetperiode, samtidig med, at den tager mange flere faktorer i betragtning.

Denne vil i nogle tilfælde fremkomme med en mere "rigtig" dagsværdi i den nuværende situation, end den almindelige afkastbaserede model ville være i stand til.

## 10. Going concern

Dette afsnit er en behandling af den regulering, der findes på dette område. Og derved vil dette afsnit komme til at indeholde, hvad revisor skal være opmærksom på, med hensyn til going concern forudsætningen i regnskaber, han reviderer i forbindelse med finanskrisen vi står i.

Dette afsnit vil blive skrevet ud fra RS 570 samt med inspiration fra IAASB's alert, der behandler going concern problematikken. Dog vil der i min behandling af dette emne, kun blive henvist direkte til standarden. Grunden til dette er, at alerten er en behandling fra IAASB's side af standarden. Herved vurderer jeg, at det mest klare resultat opnås ved, at henvise til retskilden i stedet for omtalen og behandlingen af denne.

Going concern er en forudsætning, der antages at lægges til grund ved enhver regnskabsaflæggelse, uanset om det er et udtrykkeligt krav i den anvendte regnskabsmæssige begrebsramme eller ej<sup>14</sup>.

Det fremgår f.eks. af de grundlæggende forudsætninger, der er oplyst i ÅRL § 13 punkt 4, at det forudsættes, at aktiviteterne fortsætter, med mindre det modsatte er fremført.

Regnskabsvejledning 1 forudsætter, at ledelsen vurderer virksomhedens evne til at fortsætte driften.

Kan denne forudsætning imidlertid ikke opfyldes, laves regnskabet som et likvidationsregnskab.

Det, der er specielt relevant i forhold til denne afhandling, er, hvordan revisor skal forholde sig til denne going concern forudsætning.

Helt grundlæggende kan det fastslås, at det er ledelsen, der har ansvaret for at udarbejde regnskabet, og derved også foretage særskilt bedømmelse af going concern forudsætningen<sup>15</sup>.

Standarden er meget tidligt i teksten inde og røre ved noget af det dilemma, jeg i denne afhandling tager fat i. Det fastslås nemlig i punkt 6, at hvis der i de tidligere regnskabsår har været

---

<sup>14</sup> RS 570, afsnit 5.

<sup>15</sup> RS 570, afsnit 4-5.

overskudsgivende aktivitet i virksomheden, og der samtidig er let adgang til finansieringskilder, så kan ledelsen foretage sin bedømmelse uden en detaljeret analyse.

Altså kan det modsætningsvis konkluderes, at ledelsen i denne økonomiske situation, vi befinder os i, skal ind og lave en mere detaljeret analyse af virksomheden, end det måske var nødvendigt i de seneste regnskabsår, for at kunne lægge going concern forudsætningen til grund for regnskabsudarbejdelsen i regnskabsåret 2008.

Grunden til dette er, at det ville være en sandhed med modifikationer, hvis ledelsen bare går ind og konkluderer, at der er let adgang til finansieringskilder. Både banker og investorer er i denne økonomiske situation bange for at yde finansiering til netop denne branche og derfor er det svært at opnå yderligere finansiering.

Det andet krav, kravet om historisk overskudsgivende aktiviteter, kan de fleste virksomheder opfylde, da der inden denne krise var nogle år med meget høj vækst i branchen.

I standarden er der oplyst nogle faktorer, som ledelsen skal inddrage i dens bedømmelse, hvis de er til stede i den pågældende virksomhed.

Det punkt, jeg vurderer, har størst betydning for flest virksomheder i tiden, er spørgsmålet om graden af påvirkning af eksterne forhold<sup>16</sup>. Her vil ledelsen være nødt til, at foretage en analyse af, hvor påvirkelig de er af den finansielle krise. Denne analyse sammenholdt med nogle af de forhold, jeg kommenterer lige nedenfor, kan være med til, at der bliver stillet spørgsmålstejn ved going concern forudsætningen.

Standarden oplister en masse forhold og begivenheder, der enkeltvis eller tilsammen kan gå ind og påvirke bedømmelsen af going concern.

Jeg har valgt ikke at beskæftige mig med dem alle sammen, men gå ind og se på dem, jeg mener, er mest relevante for investeringsvirksomhederne i ejendomsselskabsbranchen som helhed.

Et vigtigt forhold, der kan påvirke bedømmelsen, er, hvis der er et eller flere lån, der nærmer sig forfald, og der ikke er realistisk udsigt til fornyelse<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> RS 570, afsnit 7.

<sup>17</sup> RS 570, afsnit 8.



Hvis en investeringsvirksomhed står i denne situation med, et snarligt forfaldent afdrag på deres prioritetslån, er virksomheden i problemer. Bankerne er meget forsigtige med at låne penge ud. Og er det så til en investeringsvirksomhed, som var årsag til hele krisen, er jeg bange for, at dette er et af de punkter, der kan komme til at vægte meget i bedømmelsen af going concern.

Problemet beskrevet ovenfor kan også opstå på trods af, at der ikke er snarligt forfaldne lån i selskabet. Dette kan ske ved at realkreditinstitutterne simpelthen vurderer deres risiko, til at være så stor, at de ganske enkelt opsiger deres mellemværende med selskabet. Dette kan andre långivere og kreditorer også gøre, hvis de finder det nødvendigt<sup>18</sup>. Dette vil lede til samme store bekymring om going concern som ovenfor.

Et punkt, der er meget relevant for investeringsvirksomhederne, er med hensyn til væsentlig forringelse af værdien af aktiver, der genererer pengestrømme<sup>19</sup>.

Dette er det punkt, jeg forventer at støde på flest gange i min behandling af regnskaber fra branchen i mit empiriafsnit.

Boligmarkedet er af eksperter blevet sammenlignet med den stor IT boble i år 2000. Vi har i det seneste år været vidner til, at boligpriserne steg eksplosivt. Dette er endt i den krise vi nu står i, dette betyder at deres aktiver der genererer pengestrømmene, boligerne, falder meget kraftigt i værdi.

Der, hvor revisor kommer ind i billedet, er, når han skal revidere det pågældende regnskab. I denne sammenhæng skal han overveje hensigtsmæssigheden af ledelsens benyttelse af going concern forudsætningen. Ved samme lejlighed skal han overveje, om der er betydelig usikkerhed om virksomhedens evne til at fortsætte driften, der skal oplyses i regnskabet<sup>20</sup>.

Når revisor vurderer ledelsens bedømmelse af virksomhedens evne til at fortsætte driften, skal han tage samme periode i betragtning, som ledelsen har anvendt.

---

<sup>18</sup> RS 570, afsnit 8.

<sup>19</sup> RS 570, afsnit 8.

<sup>20</sup> RS 570, afsnit 9.

I tilfælde, hvor ledelsen har lagt en periode på mindre end 12 måneder til grund for bedømmelsen, skal revisor bede ledelse om, at forlænge den valgte periode, så den dækker minimum 12 måneder fra statusdagen<sup>21</sup>.

I forbindelse med revisors vurdering, af ledelsens bedømmelse, overvejer han den proces, som ledelsen har anvendt ved udførelse af bedømmelsen. Han vurderer de forudsætninger, bedømmelsen hviler på samt ledelsens planer for fremtidige handlinger<sup>22</sup>.

Det fastslås i RS 570, afsnittene 11-12, at revisor skal være opmærksom på begivenheder og forhold samt forretningsmæssige risici, der kan rejse tvivl om virksomhedens evne til at fortsætte driften, under hele revisionen.

Det vil altså sige, at det ikke er en undersøgelse eller handling for sig selv. Når revisor foretager forskellige revisionshandling, skal han være opmærksom og bevidst om, om han kommer frem til revisionsbeviser, der kunne give anledning til betydelig tvivl om virksomhedens evne til at fortsætte driften.

Den måde, RS 570 siger revisor skal gribe arbejdet med going concern problematikken an på, er ved at overveje begivenheder og forhold i relation til going concern forudsætningen, ved udførelse af risikovurderingshandling. Grunden til, at gribe det an på denne måde, er, at det giver revisor mulighed for rettidige drøftelser med ledelsen. Derudover giver det også mulighed for gennemgang af ledelsens planer og beslutninger omkring eventuelt identificerede going concern problemer<sup>23</sup>.

I relation til investeringsvirksomhederne kunne det være det punkt, jeg har beskæftiget mig med ovenfor mht. værdiforringelse af udlejningsejendommene. Her vil revisor så gå ind og se på ledelsens planer for, hvordan de vil overleve dette problem.

Ud fra, om revisor så føler sig overbevist om situationen, træffer han sin beslutning om, om han vil foretage yderligere revisionshandling.

---

<sup>21</sup> RS 570, afsnit 17-18.

<sup>22</sup> RS 570, afsnit 20.

<sup>23</sup> RS 570, afsnit 13.

Når revisor i sin revision af regnskabet vurderer risiciene for væsentlig fejlinformation, overvejer han effekten af identificerede begivenheder og forhold. Dette betyder, at forekomsten af sådanne begivenheder og forhold derfor kan påvirke arten, den tidsmæssige placering samt omfanget af revisors yderligere revisionshandlinger, som reaktion på vurderede risici<sup>24</sup>.

Det er en kendsgerning, at graden af usikkerhed forbundet med udfaldet af en begivenhed eller et forhold stiger, jo længere det ligger ude i fremtiden. Herved skal indikationen af going concern problemer være betydelig, før revisor overvejer at foretage sig yderligere<sup>25</sup>.

Set i den konkrete kontekst, kan det være svært, at vurdere, hvad der vil ske i fremtiden, da der ikke er nogen, der kan forudsige, hvordan denne krise vil udvikle sig samt hvor lang tid den vil strække sig over.

Hvis der ikke er åbenlyse begivenheder og forhold i vente, der vil påvirke den pågældende virksomhed, vil revisor ikke umiddelbart foretage sig yderligere.

### *10.1. Sammenfatning*

Behandlingen af dette emne, er foregået ud fra RS 570, som er standarden der er uundværlig når vi snakker going concern.

I behandlingen af dette afsnit, er jeg kommet frem til, hvad det er for nogle forhold, der i den pågældende økonomiske situation kan påvirke going concern forudsætningen for investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

Sådan som boligmarkedet har udviklet sig det sidste års tid, er der store risici for, at mange investeringsselskaber har været nødsaget til, at foretage nedskrivninger på deres investeringsejendomme. Dette kan være en udløsende faktor til, at de er nødt til at se nærmere på deres mulighed for fortsat drift, da en sådan nedskrivning betyder, at deres aktiver, der genererer pengestrømmene, boligerne, falder meget kraftigt i værdi.

---

<sup>24</sup> RS 570, afsnit 16.

<sup>25</sup> RS 570, afsnit 24.

Under den krise vi står i, kan selskaberne ikke tage for givet, at de til hver en tid kan gå ud og finde yderligere finansiering til deres aktiviteter. Dette medfører, at de ifølge standarden skal foretage en mere omfattende analyse, vedrørende deres going concern forudsætning, end det har været tilfældet i år med store muligheder for yderligere finansiering.

Det største problem for investeringsselskaberne, i denne sammenhæng, er, at de kan risikere at deres låneengagementer opsiges, hvad enten disse er i bank eller realkreditinstitutter. Så kan det blive svært at finde den pågældende finansiering andet steds.

## 11. Revisionspåtegning

Nu har jeg i kapitlerne 9 og 10 behandlet de faktorer i regnskaberne, jeg mener, er de helt central vigtigste for revisor, at være ekstra opmærksom på og have ekstra fokus på i en økonomisk krise, når vi taler investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

Når dette så er sagt, er det også vigtigt, at se på hvilke muligheder revisor så har, for at reagere på det han evt. finder i regnskabet han har revideres og skal påtegne.

Formålet med dette afsnit er, at behandle den regulering, der findes på revisionsområdet, med hensyn til hvilke muligheder, der er for revisor, når han afgiver sin påtegning på et revideret regnskab.

Til dette afsnit benytter jeg mig af RS 570, RS 700 og RS 701 samt UR 2007-3 og UR 2008-1.

Det er vigtigt, at holde sig for øje, at det ikke er finanskrisen i sig selv, der gør, at revisor skal forholde sig anderledes i sin påtegning, end han ellers ville gøre i en almindelig situation.

Grunden til, at jeg synes dette emne også er berettiget plads i min afhandling, er, at revisor måske i denne situation, lidt oftere end i et almindeligt regnskabsår, ønsker at gøre regnskabsbrugerne opmærksomme på nogle forhold eller begivenheder, der kan være øget usikkerhed omkring på grund af den økonomiske situation.

Formålet med RS 700 "er at opstille standarder for og give vejledning om den uafhængige revisors påtegning, der afgives som et resultat af en revision af et fuldstændigt regnskab med generelt formål udarbejdet i overensstemmelse med en regnskabsmæssig begrebsramme, som er udformet for at give et retvisende billede."<sup>26</sup>

Af denne årsag, er denne standard af meget vigtig betydning for enhver revisor. Og i denne afhandling er det specielt afsnit 13 i denne, jeg finder relevant.

Afsnit 13 indeholder en række punkter, som revisor skal tage stilling til, for at kunne udforme den rigtige form for konklusion.

---

<sup>26</sup> RS 700, afsnit 1

Afsnit 13 lyder i sin fulde længde ordret således:

”Udformningen af en konklusion om, hvorvidt regnskabet giver et retvisende billede i overensstemmelse med den relevante regnskabsmæssige begrebsramme indebærer en vurdering af, hvorvidt regnskabet er udarbejdet og aflagt i overensstemmelse med de specifikke krav i den relevante regnskabsmæssige begrebsramme for bestemte transaktionstyper, saldobalanceposter og oplysninger. Denne vurdering indeholder en stillingtagen til, på baggrund af den regnskabsmæssige begrebsramme, om:

- (a) Den valgte og anvendte regnskabspraksis er i overensstemmelse med den regnskabsmæssige begrebsramme og er hensigtsmæssig efter omstændighederne
- (b) de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige efter omstændighederne,
- (c) oplysninger i regnskabet, herunder anvendt regnskabspraksis, er relevante, pålidelige, sammenlignelige og forståelige og
- (d) regnskabet giver tilstrækkelige oplysninger til, at brugere kan forstå indvirkningen af væsentlige transaktioner og begivenheder på de oplysninger, som formidles i regnskabet, for eksempel for regnskaber udarbejdet i overensstemmelse med årsregnskabsloven selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling på balancedagen samt resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme.”<sup>27</sup>

Dette er hvad revisor udtaler sig om i sin konklusion i påtegningen.

Revisor kan imidlertid, ved gennemgangen af regnskabet, støde på forhold han ønsker at gøre regnskabslæseren opmærksom på eller direkte tage afstand fra.

De muligheder revisor har for at gøre opmærksom på faktorer i regnskabet, deles op i to kategorier. Revisor kan vælge at give supplerende oplysninger i påtegningen. Denne mulighed er den mildeste, da denne ikke påvirker den konklusion revisor afgiver.

Derimod har revisor tre muligheder for at foretage sig noget der vil få indvirkning på hans konklusion på regnskabet.

Det er her revisor kan søge støtte i RS 701 og UR 2007-3, hvilket også betyder at det er disse kilder jeg vil benytte mig af i denne situation.

---

<sup>27</sup> RS 700, afsnit 13

Støder revisor på forhold, der skal påvirke hans konklusion, kan dette ske på tre måder:

- Konklusion med forbehold
- Konklusion kan ikke udtrykkes
- Afkræftende konklusion

En kombination af modifikationerne kan også tænkes, hvor revisor f.eks. ønsker både at tage forbehold for noget i regnskabet samtidig med at lave supplerende oplysninger om noget andet i samme regnskab.<sup>28</sup>

En konklusion med forbehold, skal anvendes i de tilfælde hvor virkningen af enhver form for uenighed med ledelsen eller begrænsning i omfanget af revisionen, ikke er så væsentlig og gennemgribende, at det er nødvendigt med en påtegning om, at konklusionen ikke kan udtrykkes eller med afkræftende konklusion.

Situationer hvor det bliver en konklusion der ikke kan udtrykkes, er når den mulige virkning af en begrænsning i omfanget af revisionen er så væsentlig og gennemgribende, at revisor ikke har kunnet opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis og derfor ikke har mulighed for at udtrykke nogen form for konklusion om regnskabet.

En afkræftende konklusion derimod skal udtrykkes, når virkningen af en uenighed med ledelsen er så væsentlig og gennemgribende for regnskabet, at revisor vurderer, at en konklusion med almindeligt forbehold ikke er tilstrækkelig, til at vise regnskabsbrugerne, at regnskabet er misvisende eller mangelfuldt.<sup>29</sup>

### *11.1. Uenighed med ledelsen*

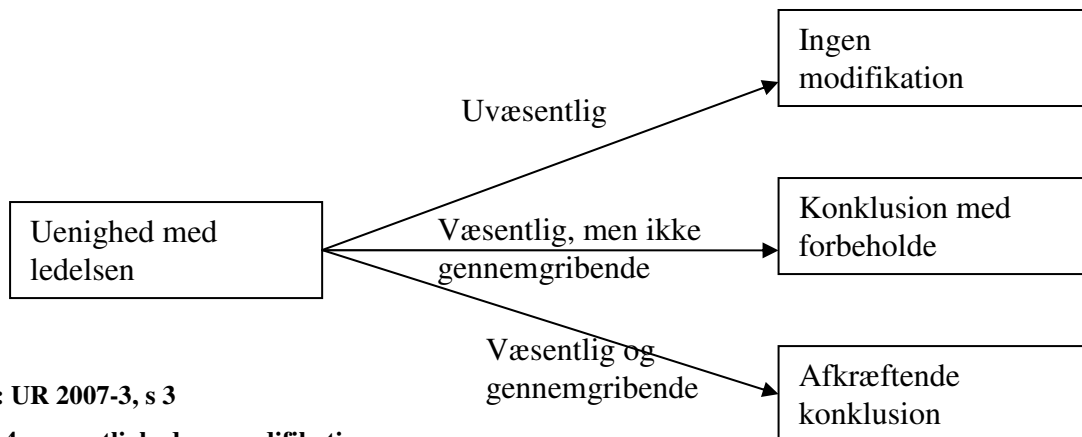
Uenighed med ledelsen kan være mange ting, f.eks. kan revisor være uenig med ledelsen om værdiansættelse af en regnskabspost, beskrivelsen af anvendt regnskabspraksis, mangelfulde oplysninger i ledelsesberetningen eller udeladelse af lovkrævede oplysninger.

Væsentligheden af forholdet som revisor er uenig i, vurderes i forhold til det retvisende billede. Figuren lige nedenfor er med for at vise hvordan væsentligheden påvirker revisors konklusion.

---

<sup>28</sup> UR 2007-3, s. 1

<sup>29</sup> RS 701afsnit 14



Kilde: UR 2007-3, s 3

Figur 4: væsentlighed vs. modifikation

Ud fra denne figur ses det, at hvis revisor er uenig med ledelsen om noget af det anførte ovenfor, men at det alligevel kun drejer sig om noget, der er væsentlig, men ikke gennemgribende for det retvisende billede i regnskaber, så er der tale om, at revisor udtrykker en konklusion med forbehold. I nogle tilfælde kan der opstå den situation, at væsentlige fejl eller mangler i et regnskab isoleret set eller måske samlet kan være så væsentlige, at de på en gennemgribende måde påvirker det retvisende billede.

Et eksempel på dette, der muligvis har relevans i denne økonomiske situation, er, at revisor er uenig med ledelsen i værdiansættelsen af en regnskabspost. Eller revisor vurderer, at selskabet ikke kan aflægge regnskabet under forudsætning om fortsat drift. En anden mulighed er at regnskabet udviser overskud i stedet for et væsentligt underskud.

### 11.2. Begrænsning i omfanget af revisors arbejde

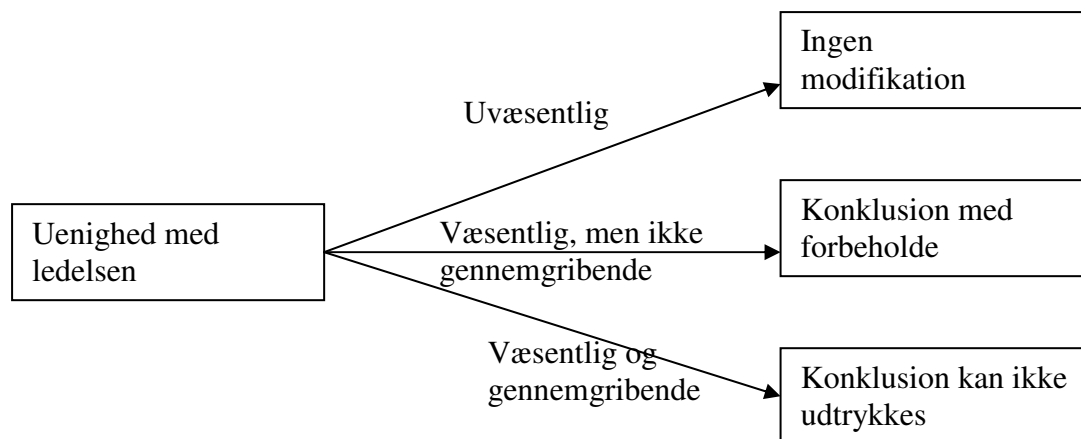
Begrænsning i revisors arbejde kan f.eks. skyldes hindringer fra selskabets ledelse, manglende svar fra tredjemand på forespørgsler, eller mangler i selskabets registreringssystem, der forhindrer revisor i at nå til en konklusion, på det pågældende område.

Dette betyder, at uanset revisionsindsatsen, så står revisor i en situation hvor han ikke kan få tilstrækkeligt revisionsbevis til at det er muligt at komme til en konklusion på f.eks. værdiansættelsen af en regnskabspost.



Hermed sagt, at kan revisor ikke opnå tilstrækkeligt revisionsbevis, til at vurdere størrelsen af f.eks. en væsentlig hensættelse, så kan revisor ikke udtrykke en konklusion om, at regnskabet giver et retvisende billede.<sup>30</sup>

Måden, hvorpå revisor kommer frem til hvilken modifikation, der skal være tale om, er ud af den samme figur som ovenfor. Dog med den ændring, at der er tale om en konklusion der ikke kan udtrykkes i stedet for den afkræftende konklusion.



Kilde: Egen tilvirkning, med inspiration fra UR 2007-3, s 3

Figur 5: væsentlighed vs. modifikation

### 11.3. Påtegninger med supplerende oplysninger

Den måde revisor anvender disse supplerende oplysninger på, er, når han ønsker at påpege nogle forhold uden at modificere hans konklusion på baggrund af de pågældende forhold.

Supplerende oplysninger er, som tidligere skrevet den "letteste" form for modificering af revisionspåtegningen, da det ikke påvirker revisors konklusion.<sup>31</sup>

I UR 2007-3 er der oplyst en række punkter for hvornår revisor benytter sig af muligheden for at lave supplerende oplysninger.

<sup>30</sup> UR 2007-3, s. 6

<sup>31</sup> UR 2007-3, s. 7

Det kan være fordi revisor finder det nødvendigt, at fremhæve væsentlige forhold, der vedrører going concern problemer, eller at lovgivningen om bogføring og opbevaring af regnskabsmateriale ikke er overholdt. Der kan også være tale om, at revisor har begrundet mistanke om, at ledelsen kan ifalde erstatnings- eller strafansvar.<sup>32</sup>

### *11.4 Sammenfatning*

Under behandlingen af dette emne, har jeg fået klarlagt hvilke muligheder revisor har for modificering af hans påtegning. Det er først yderst vigtigt, at få slået fast, at revisor ikke skal modificere hans påtegning, udelukkende på grund af krisen. Der skal være en reel grund til modifikation.

De muligheder revisor har, er de samme under disse økonomiske forhold, som i alle andre regnskabsår. Der er dog den risiko, at der i regnskaberne for 2008 bliver flere tilfælde hvor revisor er nødt til at modificere påtegningen.

Der hvor jeg, efter denne behandling, forventer at se flest modifikationer, er hvis revisor er uenig i værdiansættelsen, af en regskabspost. Her tænker jeg specielt på værdiansættelsen af investeringsejendommene.

Det vil sige, at den modifikation jeg forventer, at se flere af i 2008 regnskaberne, end det har været tilfældet i de foregående år er uenighed med ledelsen. Afhængigt af, hvor væsentlig revisor vurderer værdiansættelsen af den pågældende regskabspost, er der tale om enten en konklusion med forbehold eller en afkræftende konklusion.

---

<sup>32</sup> UR 2007-3, s. 8

## 12. Konklusion

Dette afsnit har til formål at svare på den første problemformulering i denne afhandling, den lød således: **”Hvad skal revisor være ekstra opmærksom på i forbindelse med revision af regnskaber fra investeringsvirksomheder i ejendomsselskabsbranchen i en krisetid?”**

Den vigtigste ting, i regnskaber fra investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen, er værdiansættelse af investeringsejendommene. Denne væsentlighed er kun blevet større i forbindelse med krisen.

Grunden til dette er, at hvis selskaberne opfylder kravet om investering som hovedaktivitet, så har de mulighed for at værdiansætte deres investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL § 38, opfylder de ikke dette krav, skal de værdiansætte ejendommene til kostpris efter § 36 i ÅRL.

Jeg beskæftiger mig med investeringsselskaber, hvorfor jeg kun arbejder videre med dagsværdibetragtningen, da disse kan opfylde kravet om hovedaktivitet.

Dagsværdibetragtningen skaber udfordringer i almindelige regnskabsår, men i denne økonomiske situation er udfordringerne om muligt endnu større.

I normale regnskabsår, er der et nogenlunde stabilt marked for ejendomme, hvorfor man kan søge støtte i markedspriserne, for de pågældende ejendomme, når dagsværdien skal fastlægges. En af konsekvenserne af denne krise, er at boligmarkedet er så godt som gået i stå. Dette har den konsekvens, at dagsværdien ikke længere kan findes på denne måde. Som alternativer til dette, findes der forskellige muligheder.

Der er den mulighed, at benytte sig af en ekstern vurderingsmand. I den pågældende branche, vil der være tale om en ekstern mægler. I den pågældende situation, vil det være meget vigtigt at det er en mægler der er vant til at færdes på den pågældende geografiske marked, da forholdene ændres hele tiden. Selvom disse punkter skulle være opfyldte, mener jeg ikke, at det er muligt at basere værdiansættelsen udelukkende på baggrund af den eksterne vurdering. Grunden til dette er, at RS 500 og 620 stiller krav til kompetencen hos denne vurderingsmand. Jeg mener ikke at der er nogen der i den pågældende situation vi er i, kan sige at have kompetence til at udtale sig endegyldigt om markedet for ejendomme.

Vurderingen til imidlertid være god sammen med en form for model, der regner sig frem til et skøn på ejendommens dagsværdi.

Med hensyn til disse modeller, mener jeg at DCF-modellen, er den selskaberne burde bruge, frem for den almindelige afkastbaserede model. Årsagen til dette, er, at denne model tager mange flere faktorer i betragtning end det er tilfældet med den enkelte afkastbaserede model.

Ulempen ved en model, uanset hvilken selskabet benytter, er, at det er ledelsen der foretager skønnene over de forskellige faktorer der indgår.

Her er det nok specielt forrentningskravet ledelsen kan manipulere med, hvorfor det er her revisor skal have ekstra fokus.

Sådan som boligmarkedet har udviklet sig det sidste års tid, er der store risici for, at mange investeringsselskaber har været nødsaget til, at foretage nedskrivninger på deres investeringsejendomme.

Det er specielt her, jeg mener, at revisor skal have sit fokus når vi taler going concern, da en meget drastisk værdiforringelse af de pågældende investeringsejendomme, kan føre til spørgsmålet om evnen til at fortsætte driften.

Under den krise vi står i, kan selskaberne ikke tage for givet, at de til hver en tid, kan gå ud og finde yderligere finansiering til deres aktiviteter. Dette medfører, at de ifølge standarden skal foretage en mere omfattende analyse, vedrørende deres going concern forudsætning, end det har været tilfældet i år med store muligheder for yderligere finansiering.

Det største problem for investeringsselskaberne, i denne sammenhæng, er, at de kan risikere at deres låneengagementer opsiges, hvad enten disse er i bank eller realkreditinstitutter. Så kan det blive svært at finde den pågældende finansiering andet steds.

Her skal revisor være opmærksom på, om ledelsen har foretaget den fornødne analyse af muligheden for fortsat drift, eller de bare har anvendt going concern forudsætningen.

Dette leder videre til revisionspåtegningen. Mener revisor ikke, at der er foretaget de fornødne

analyser af dette spørgsmål, kan dette føre til at han som minimum angiver dette i en supplerende oplysning.

Er revisor derimod direkte uenig i antagelsen om going concern, så taler vi om en afkræftende konklusion, da forholdet vil være væsentlig og gennemgribende for det retvisende billede af regnskabet.

En anden ting i regnskabet, der nok får stor betydning i 2008 regnskaberne, er værdiansættelse af væsentlige regnskabsposter. Her er det specielt værdiansættelsen af investeringsejendomme jeg vurderer, kan blive genstand for modificerede påtegninger. I denne situation er der tale om uenighed med ledelsen, derfor leder det enten til en konklusion med forbehold eller en afkræftende konklusion, afhængigt af væsentligheden for det retvisende billede.

## 13. Hypoteser til den eksplorative undersøgelse

Det, der har været præsenteret hidtil er den regulering der findes, som investeringsselskaberne i ejendomsselskabsbranchen er underlagt.

Det jeg har fundet ud af i den reguleringsmæssige del af min afhandling, vil jeg nu benytte til, at opstille nogle hypoteser om, hvad jeg forventer at finde i min eksplorative undersøgelsen.

Med en eksplorativ undersøgelse mener jeg, at jeg tager så stort et udsnit af regnskaber fra branchen, at jeg kan tillade mig at generalisere de fundne resultater ud på hele branchen.

Nede i kapitel 14, er der en detaljeret beskrivelse af, hvordan jeg har fundet frem til de regnskaber jeg benytter, til denne eksplorative undersøgelse.

Disse hypoteser vil danne grundlaget for min eksplorative undersøgelse, hvor jeg vil be- eller afkræfte disse.

### 13.1 Værdiansættelse

- Jeg forventer at selskaberne har ændret deres værdiansættelsesmetode. Fra anvendelse af markedsværdi til en regnskabsmæssig model.
- Jeg går ud fra at selskaberne i 2008 benytter sig af et højere forrentningskrav end det har været tilfældet i de foregående år som er med i undersøgelsen.

### 13.2 Going concern

- Jeg går ud fra at jeg vil støde på flere tilfælde af going concern problemer i forbindelse med krisen end i de foregående regnskabsår.
- Standarden kræver, at ledelsen foretager mere omfattende analyse af going concern – sker dette i praksis?

### *13.3 Revisionspåtegning*

- Jeg går ud fra, at revisor er begyndt at give flere supplerende oplysninger som følge af krisen?
- Jeg går ud fra at der er flere modificerede konklusioner på 2008 regnskaberne end i de tidligere år.
- Jeg forventer at finde en tendens til at revisor benytter sig af modificerede konklusioner i stedet for supplerende oplysninger.

## 14. Materialeudvælgelse til den eksplorative undersøgelse

Formålet med dette afsnit er, at beskrive hvordan og under hvilke kriterier jeg er nået frem til de regnskaber jeg ønsker at opbygge min eksplorative undersøgelse over.

Gennem universitetets bibliotek har jeg fået adgang til databasen ” Navne og Numre Erhverv”.

Denne database giver adgang til regnskaber fra alle brancher.

Under denne database er der forskellige måder at udvælge regnskaber på. Jeg har i denne konkrete situation valgt, at være inde og lege med den funktion der gør, at jeg har kunnet opstille forskellige krav til de virksomheder, jeg har ønsket at se regnskaber fra.

Den første indtastning der sker, er at man skal vælge hvilke fagrubrikker man ønsker regnskaber fra. Her indtaster jeg ejendomme, det er denne indtastning der giver den mest relevante søgning. Foretager jeg ikke andet end denne udvælgelse sidder jeg med 328 regnskaber fra selskaber der ligger i kategorien ”selskaber i normal drift”.

Herefter er der mulighed for at væge hvilke virksomhedsformer man er interesseret i. For at opnå en vis størrelse, og ensartethed, hvad angår lov anvendelse, har jeg i denne situation valg at jeg vil se regnskaber fra aktieselskaber og anpartsselskaber. Dette bevirker at tilgængelige regnskaber falder til 250.

For at få de mest relevante regnskaber til undersøgelsen, har jeg valgt at krydse af i boksen, der betyder at jeg kun er interesseret i regnskaber fra hovedselskaber.

Dette kriterium betyder at jeg har begrænset omfanget af regnskaber til 241.

Når jeg er nået her til i udvælgelsen kunne jeg vælge, at foretage en simpel tilfældig stikprøve.

Dette kunne gøres ved at jeg bestemte mig for hvor stor en stikprøve jeg ønsker. Dette antal dividerer jeg så op i de 250 selskaber jeg har til rådighed. F.eks. hvis jeg har bestemt mig til 15



regnskaber og skal udvælge dem ud fra de 241, så skal jeg udtage hvert 16. regnskab. Dette gøres ved at starte et tilfældigt sted på listen og derefter tælle sig frem til hver 16.<sup>33</sup>.

Det er dog ikke denne fremgangsmåde jeg har valgt at benytte.

Jeg har derimod valgt at benytte mig af de udvælgelseskriterier der er til rådighed i databasen.

Det mest optimale havde uden tvivl været, at udvælge dem på baggrund af deres størrelse af materielle aktiver. Da det jo er her deres investeringsejendomme figurere. Dette er dog ikke en mulighed i denne database, at lave en udskillelse på dette kriterium.

Jeg har valgt at mit udvælgelseskriterium derfor skal være omsætningen, dette kan imidlertid virke uinteressant, da jeg arbejder med ejendomsselskaber.

Dog mener jeg ikke at det er så irrelevant et kriterium som det kan virke til. Årsagen til, at jeg mener dette kriterium har sin berettigelse er, at jeg ved at stille et vist krav til selskabernes omsætning undgår at ende op med en række holdingselskaber. Dette ville ikke være hensigtsmæssigt til det formål jeg har med denne undersøgelse.

Jeg har i denne konkrete situation prøvet mig lidt frem og er kommet frem til, at jeg vurderer at jeg får det mest relevante ved at benytte mig af et kriterium der hedder 10.000.000 kr. i omsætning i 2008.

Dette betyder at jeg ender op med 26 forskellige selskaber der opfylder alle de valgt kriterier.

Det eneste jeg nu mangler er at tjekke de sidste tilgængelige regnskaber igennem for at sikre mig at det er investeringsselskaber indenfor ejendomsselskabsbranchen.

Ved at se de tilgængelige selskaber igennem et der i alt fem selskaber jeg er nødsaget til at fravælge, da de falder uden for kategorien investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

De selskaber jeg frasortere er Investa A/S, Oskar Jensen Gruppen ApS, Nordea Ejendomsinvestering A/S, Skanska Danmark A/S og Skanska Øresund A/S.

De resterende 24 selskaber falder ind under brancher med udlejning af ejendomme, hvorfor resten er i spil i udvælgelsen.

---

<sup>33</sup> Auditing & Assurance services, s. 270-271

Der er dog et par af selskaberne jeg er nødsaget til at fravælge, på trods af, at relevansen er i orden. Årsagen til denne fravælgelse er, at deres regnskaber for 2008 ikke er tilgængelige i databasen. Dette er af så stor betydning for min eksplorative undersøgelse, at jeg er nødt til at se bort fra de pågældende selskaber.

Det er 3 regnskaber jeg er nødt til at fravælge af denne årsag. Det drejer sig om selskaberne Landic Odense A/S, Landic Property Denmark A/S og Landic Aarhus A/S.

Som det sidste er der et enkelt selskab der ikke har regnskab fra 2005, dette fravælger jeg også. Jeg kunne godt bruge dette selskab for at påvise hvad der sker i regnskabsårene 2007 og 2008. Jeg har dog valgt at se bort fra dette selskab, således at alle de selskaber jeg beskæftiger mig med kan ses i alle de tre pågældende regnskabsår.

Det selskab jeg fravælger, er Jeudan IV.

Dette betyder at jeg ender op med 17 selskaber alt i alt, som har relevans for min undersøgelse i denne afhandling.

Da mit ønske er, at foretage en eksplorativ undersøgelse af regnskaber fra investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen som kan generaliseres ud på hele branchen, har jeg valgt at arbejde videre med samtlige 20 selskaber.

Det er mange regnskaber det kommer til at dreje sig om, men jo flere jeg inddrager i min undersøgelse jo mere sikker kan jeg også være på at jeg kan tillade mig at generalisere mine resultater ud på hele den pågældende branche.

I bilag 1, findes en liste over de 17 selskaber der vil indgå i den empiriske del af denne afhandling. Derudover findes der en CD-rom påklippet bagsiden af denne afhandling. Den pågældende CD-rom indeholder alle de regnskaber der indgår i den eksplorative undersøgelse.

## 15. A. Fønnesbech A/S

Selskabets aktivitet består af drift og administration af 6 udlejningsejendomme. Disse udlejningsejendomme er primært centralt beliggende i København.

De aflægger deres regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser for en klasse B-virksomhed.

Der er i alle årene anvendt en afkastbaseret model til værdiansættelse af investeringsejendommene til dagsværdi. Forrentningskravet, der er anvendt i modellen har dog ændret sig noget gennem analyseperioden. I 2005 lå forrentningskravet i intervallet 6-7 %. I 2007 have det ændret sig til et interval på 2,7 og 4,9 %. For til slut i 2008, at være et interval på 2,9-6 %.

På trods af de svingende forrentningskrav har der i hele analyseperioden være tale om positive værdireguleringer på ejendommene. I 2005 var denne på 26,1 mio., i 2007 var den på 70,6 mio., og i 2008 var den på 14,5 mio.

Dette var også hvad men kunne forvente, ved at se hvilke forrentningskrav der er arbejdet med.

Der er ingen tegn på at dette selskab er i going concern problemer. De har gennem alle tre år øget deres egenkapital hvilket er et sundt tegn.

De forventer heller ikke at løbe ind i væsentlige renterisici.

Selskabet har ikke foretaget en mere omfattende analyse af going concern forudsætningen, i 2008, end i de andre år. Dette hænger sandsynligvis sammen med, at de ikke mener de er i en situation hvor standarden kræver det.

Mine hypoteser i forbindelse med revisionspåtegningen blev alle afkræftet i dette selskab.

Revisor har i alle tre år afgivet en blank påtegning.

## 16. Aktieselskabet Reinholdt W. Jorck

Selskabets aktivitet består i at eje og administrere beboelses- og erhvervsejendomme. Selskabet ejer 18 ejendomme som hovedsageligt er beliggende i det indre København. Ejendomsporteføljen består primært af erhvervsejendomme. Herudover er der nogle blandede erhverv/boligejendomme samt en enkelt ren beboelsesejendom.

Selskabet aflægger deres regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser for en mellemstor klasse C-virksomhed.

I alle årene i analyseperioden har selskabet benyttet sig af en DCF-model til værdiansættelse af ejendommene. Der er anvendt en budgetperiode på 6 år.

Forrentningskravene, der arbejdes med i denne model, har dog ændret sig lidt i perioden. I 2005 arbejdes der med krav i intervallet 4-8 %. Dette ændrede sig i 2007 til et interval på 3,75-6,25 %. I 2008 regnskaberne var det forrentningskrav i intervallet 4-6,25 % der blev anvendt i DCF-modellen.

Der har i alle årene været tale om en positiv værdiregulering på ejendommene.

I 2005 steg dagsværdien på investeringsejendommene med 11,6 mio. I 2007 være værdireguleringen på 93,9 mio., og i 2008 være der en regulering på 20,1 mio.

Disse værdireguleringer følger af de ændrede forrentningskrav, der er sket gennem analyseperioden.

Der er ingen tegn på at dette selskab er i going concern problemer. De har gennem alle tre år øget deres egenkapital hvilket er et sundt tegn.

De forventer dog at tomgangen af deres ejendomme vil blive større i 2009 og 2010, så de er opmærksomme på udviklingen i branchen.

Selskabet har ikke foretaget en mere omfattende analyse af going concern forudsætningen i 2008 end i de andre år. Dette hænger sandsynligvis sammen med, at de ikke mener de er i en situation hvor standarden kræver det.

Mine hypoteser i forbindelse med revisionspåtegningen blev alle afkræftet i dette selskab.

Revisor har i alle tre år afgivet en blank påtegning

---

## 17. ATP-Ejendomme A/S

Selskabets hovedaktivitet er totaladministration af ATP Koncernens ejendomme i Danmark, samt administration af ATP's investeringer i udenlandske og danske ejendomsfonde.

Herudover udfører selskabet investeringsrådgivning i forbindelse med ATP's investeringer i udenlandske og danske ejendomsfonde.

Selskabet aflægger deres regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser for en stor klasse C-virksomhed.

I alle årene har selskabet benyttet sig af en afkastbaseret model til værdiansættelse af ejendommene. Jeg kan konstatere at afkastkravet er ændret lidt gennem analyseperioden. I 2005 var gennemsnittet på 5,7 %, det faldt så til 4,8 % i 2007 for derefter at stige til 5,3 % i 2008.

Der er i 2005 og 2007 sket en positiv værdiregulering på ejendommene med henholdsvis 165 mio. og 307 mio. Hvorimod der var en negativ værdiregulering i 2008 på 266 mio., som følge af stigende afkastkrav til ejendomsinvesteringer.

I 2005 regnskabet står der, at de afkastsatser der bliver anvendt er fastsat på baggrund af eksterne mægleres bedømmelse af markedsniveauet. Dette står ikke i de andre regnskaber hvorfor jeg ikke ved hvad tilfældet er der.

Trods nedskrivningen af ejendommene i 2008 er der ingen tegn på at dette selskab er i going concern problemer. De har i de to første regnskabsår, der indgår i undersøgelsen øget deres egenkapital, for derefter at trække en lille smule på den i 2008. Dette er dog ikke i en størrelsesorden der giver grund til at tro, at de ikke kan klare sig gennem krisen.

De forventer at de negative konjunkturer der startede i 2008 vil fortsætte i 2009. De forventer, at denne fortsatte udvikling vil påvirke både ejendomsinvesterings- og udlejningsmarkedet i Danmark. De forventer også i 2009 at der vil være en stigende ledighed på lejemål i såvel kontor og detailhandelssegmentet.

De er også opmærksomme på at de kan komme til at operere med højere afkastkrav end de har gjort hidtil. Dette kan blive en konsekvens på trods af det lave renteniveau i Danmark, idet investorenes risikotillæg for investeringer i fast ejendom fortsat vil være højt.

Selskabet har ikke foretaget en mere omfattende analyse af going concern forudsætningen i 2008 end i de andre år. Dette hænger sandsynligvis sammen med, at de ikke mener de er i en situation hvor standarden kræver det.

Mine hypoteser i forbindelse med revisionspåtegningen blev alle afkræftet i dette selskab.

Revisor har i alle tre år afgivet en blank påtegning

## 18. Dades A/S

I 2005 havde dette selskab en ejendomsportefølje bestående pr. 30. juni 2005 af 11 centerejendomme, 60 kontor-, butiks- og lagerejendomme samt 271 ejerlejligheder.

I 2007 var denne portefølje pr. 30. juni på 11 butikcentre, 65 erhvervsjendomme samt 229 ejerlejligheder.

Ejendomsporteføljen var pr. 30. juni 2008 på 14 butikcentre, 63 erhvervsjendomme samt 216 ejerlejligheder.

Regnskaberne er aflagt efter årsregnskabslovens bestemmelser for en stor klasse C-virksomhed.

Værdiansættelsen af disse ejendomme er i hele analyseperioden foregået ved hjælp af en DCF-model med en 10-årig horisont.

Jeg kan konstatere at forrentningskravet der benyttes i modellen er ændret lidt gennem perioden. I 2005 var intervallet på 5,5-8,5 %, det faldt så til 3,25-8,0 % i 2007 for derefter at stige en smule til et interval på 4,75-8,0 % i 2008.

Der er i alle årene sket en positiv værdiregulering på ejendommene. Dog ses den generelle tendens i dansk økonomi tydeligt i reguleringerne.

Der skete en regulering på 174 mio. i 2005, som betragtes som et gennemsnitligt år i dansk økonomi. I 2007 udgjorde værdireguleringerne hele 690 mio. af årets resultat, dette var på højdepunktet i dansk økonomi. For derefter at falde til en positiv værdiregulering på 239 mio. i 2008, hvor krisen brød ud.

Der ingen tegn på at dette selskab er i going concern problemer. De har øget deres egenkapital i alle de undersøgte regnskabsår.

De forventer fortsat at vil foretage investeringer i 2009, hvilket er en god indikation af, at de ikke er voldsomt ramt af krisen.

Derudover forventer de også at deres tomgang på deres ejendomme vil falde yderligere, ligesom de faktisk er faldet i 2008, hvilket er lidt udsædvanligt i 2008 regnskabsåret i denne branche.

De fastslår dog selv, at det er grundet at de har så mange butikcentre, som ikke har været ramt af yderligere tomgang.

Selskabet har i alle årene foretaget en rimelig omfattende analyse af, hvordan rentestigninger og sænkninger vil påvirke selskabet, likviditetsmæssigt. Dette må siges at være en del af det der er krævet i standarden om at analysere forudsætningen om going concern. Og der er bestemt ikke gjort fordi de mener at være i denne form for problemer.

Mine hypoteser i forbindelse med revisionspåtegningen blev alle afkræftet i dette selskab.

Revisor har i alle tre år afgivet en blank påtegning



## 19. De Forenede Ejendomsselskaber A/S

Selskabets hovedaktivitet består i at investere i fast ejendom.

Selskabet aflægger deres regnskaber efter årsregnskabslovens bestemmelser for mellemstore klasse C-virksomheder.

Værdiansættelse af ejendommene foregår på forskellig vis, afhængigt af hvad slags ejendom, der er tale om. Det interessante er dog, at metoderne er de samme over den analyserede periode. Dette kan jeg godt være lidt tvivlende overfor. Da ejerlejlighederne værdiansættes på baggrund af den ekstern mælgervurdering. Og i min første del af afhandlingen, hvor jeg behandler det reguleringsmæssige, kom jeg frem til, at denne metode er meget tvivlsom i den situation det danske boligmarked befinder sig i. Årsagen til dette er, at der ikke i øjeblikket findes et stabilt marked for lejligheder, og derfor heller ikke nogen stabile markedspriser. Og dette gælder også eksterne vurderingsmænd, de skal trods alt også have et grundlag for at foretage deres vurderinger.

For driftsejendommens vedkommende, opgøres disses værdi til 10 % i forhold til den på statustidspunktet aftalte nettoleje.

De domicilejendomme og projektejendomme selskabet besidder er i regnskabet optaget til anskaffelsesværdien på ejendommene.

Der er i de to første behandlede regnskabsår sket en positiv værdiregulering på selskabets ejendomme med henholdsvis 2,6 mio. i 2005 og 17,5 mio. i 2007. I 2008 er der dog sket en negativ værdiregulering på ejendommene på 28,1 mio. Dette er jo helt forventet når tendensen i dansk økonomi tages i betragtning.

Der ingen tegn på at dette selskab er i going concern problemer. De har øget deres egenkapital i de to første år i analysen, for derefter at tærer lidt på den i 2008. Dette er dog ikke i en størrelsesorden jeg betragter som truende.

Der er ingen steder i regnskabet de nævner krisen med et ord, og derved foretager de heller ikke den mere omfattende analyse der kræves i standarden.

Årsagen til dette er sandsynligvis, at de ikke mener at befinde sig i en situation hvor dette er påkrævet.

Mine hypoteser i forbindelse med revisionspåtegningen blev alle afkræftet i dette selskab.

Revisor har i alle tre år afgivet en blank påtegning

## 20. E-Bolig A/S

Selskabets hovedaktivitet er udlejning af fast ejendom.

Selskabet aflægges dets regnskaber efter årsregnskabslovens bestemmelser for klasse B-virksomheder.

I regnskabet for 2005 værdiansætter selskabet deres ejendomme ved at benytte kostprisen og derfra trække akkumulerede afskrivninger.

Der er tale om lineære afskrivninger. Og for deres bygninger er der tale om en forventet brugstid på 40-50 år.

I 2007 står der i regnskabet at, selskabet har valgt at ændre regnskabspraksis, således at de fra og med dette regnskabsår benytter dagsværdi som værdiansættelse for deres ejendomme.

Værdiansættelsen af ejendommene foregår enten ud fra en afkastbaseret dagsværdi eller på baggrund af konstaterede handelspriser for tilsvarende ejendomme.

I regnskabsår 2007 var der en værdiregulering på 12,9 mio. Dette fremkom ved at benytte sig af kapitaliseringsfaktorer i intervallet 3,91-4,77 %.

Disse faktorer var i 2008 regnskabet steget til et interval på 4,65-7,38. Dette ledte til, at der i 2008 var en positiv værdiregulering på 51 mio.

Der er ikke et eneste sted i regnskabet at de nævner den gældende krise, og deres regnskab bærer heller ikke præg af at de på nogen måder er berørt af den.

Måske af denne grund, gør de heller ikke noget ud af at foretage en yderligere analyse, af deres going concern forudsætning.

Mine hypoteser i forbindelse med revisionspåtegningen blev alle afkræftet i dette selskab.

Revisor har i alle tre år afgivet en blank påtegning

## 21. Ejendomsaktieselskabet Component-Byg

Selskabets hovedaktivitet er udlejning af fast ejendom.

Selskabet aflægger regnskaber efter årsregnskabslovens bestemmelser for klasse B-virksomheder.

Der har ikke været tale om at der har været skift af værdiansættelsesmetode. Værdiansættelsen har gennem den analyserede periode foregået ved hjælp af en kapitalisering af det fremtidige løbende afkast af ejendommene. Desværre for min undersøgelse er der i regnskaberne ikke oplyst noget om størrelserne af disse kapitaliseringsfaktorer. Dette gør det meget svært at opnå en forståelse af selskabets ejendomme.

Ved gennemlæsning af noterne bagerst i regnskaberne fremgår det at linjen årets værdiregulering optræder for 0 i alle tre analyserede regnskaber. Dette finder jeg meget besynderligt, idet jeg i analysen dækker en periode af danske økonomi med både økonomisk vækst og året hvor krisen brød ud.

Mine hypoteser i forbindelse med revisionspåtegningen blev alle afkræftet i dette selskab.

Revisor har i alle tre år afgivet en blank påtegning.

## 22. Ejendomsselskabet Lindø A/S

Selskabet ejer og udlejer mere end 1.000 boliger hovedsageligt i Munkebo og Odense. Udover disse mange boliger er der også tale om et butikstov og en bygning der er udlejet til kontor.

Dette ændrer sig imidlertid kraftigt i 2008. I ledelsesberetningen fremgår det således, at der er sket væsentlig frasalg af ejendommene. Dette har medført at der ved årets udgang kun var omkring 300 lejemål tilbage.

Selskabet aflægger regnskaber efter årsregnskabslovens bestemmelser for en mellemstor klasse C-virksomhed.

Selskabet ændrede regnskabspraksis fra og med regnskabsåret 2005. De gik fra en skønnet dagsværdi, til at værdiansætte ejendommene ud fra deres kostpris fratrukket regnskabsmæssige afskrivninger. Afskrivninger foregår lineært over 10-25 år. Den eneste begrundelse der blev givet, for denne ændring var, at det er sket ud fra en ændring i ÅRL.

Dog kan jeg ikke se relevansen, ved at gå fra en metode, som er meget anvendt i branchen, til denne metode bare fordi en ændring i ÅRL gør det muligt.

Den eneste måde regnskabslæseren kan se ejendommenes værdireguleringer på, er ved at se i noten til materielle anlægsaktiver. Der er en enkelt linje der hedder af- og nedskrivninger. Dog mener jeg det er problematisk, at man ikke kan se om der er almindelige planlagte afskrivninger eller det er fordi der er foretaget uforudsete nedskrivninger.

Der er ikke på noget tidspunkt i nogen af regnskaberne nævnt noget om krise. Der står i regnskabet for 2008 at der forventes et positivt resultat i 2009, og det er det eneste ledelsen fortæller om fremtiden, udover at det er deres plan i de nærmeste år at sælge resten af deres ejendomme.

Da der ikke er nævnt noget om krisen er der heller ikke tegn på, at de har foretaget en nærmere analyse af deres going concern forudsætning.

Jeg vil ikke sige at det er nødvendigt, med denne analyse, men dog synes jeg de skulle gøre lidt mere ud af deres beretning end tilfældet er. Går man nærmere ned i deres resultatopgørelse viser det

sig jo faktisk at de ville stå med et underskud i 2008 hvis det ikke var for deres omfattende salg af ejendomme.

Egenkapitalen er steget over analyseperioden. Med denne stigning i 2008 er igen kun opretholdt på grund af det omfattende frasalg af ejendomme.

I den analyserede periode har revisor i alle årene afgivet en blank påtegning, hvorfor mine hypoteser vedrørende revisors påtegninger er afkræftet.

## 23. Ejendomsselskabet Pile-Bo A/S

Aktiviteten for dette selskab er investering i ejendomme. Det drejer sig om 19 ejendomme i det storkøbenhavnske område.

Selskabet aflægger deres regnskab efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for B-virksomheder.

Værdiansættelsesmetoden har i alle tre analyserede år været ens, nemlig ved hjælp af en afkastmetode, der kapitaliserer de forventede fremtidige afkast.

Det er desværre kun i 2005 regnskabet, at de afkastkrav der benyttes i modellen er oplyst. I det pågældende regnskabsår lå afkastprocenterne på et basisniveau på 2,4 % for boligejendomme og 6 % for erhvervsjendomme. Fra disse basisprocenter foretages der tillæg og fradrag med udgangspunkt i ejendommens særlige forhold. Dette kan være beliggenhed, vedligeholdelsesstand m.v. Dette leder til afkastprocenter i intervallet 1,65-3,25 %

Udover denne afkastmetode benyttede de sig i 2005 regnskabet også af vurderinger fra en ekstern ejendomsmægler.

I regnskabsårene 2005 og 2007 har der været tale om positive værdireguleringer på selskabets investeringsejendomme. Værdireguleringerne har været på henholdsvis 323 mio. i 2005 regnskabet og 3,4 mio. Hvorimod der var en negativ regulering i 2008 regnskabsåret på 92,7 mio.

I 2008 skete der også en kapitalnedsættelse, således at aktiekapitalen gik fra 100 mio. til 1 mio. De 50 af disse udloddes til aktionærerne mens de sidste 49 blev til frie reserver i regnskabet.

Hvad der har forårsaget denne kapitalnedsættelse, er der ikke nogen nærmere forklaring på i regnskabet.

I 2008 regnskabet nævner ledelsen i deres beretning, at der er en vis usikkerhed ved målingen af ejendommene til dagsværdi. Denne usikkerhed skyldes det pressede ejendomsmarked.

Udover denne kommentar er der ikke yderligere skrevet om krisen. Og derved er der heller ikke en yderligere analyse af going concern forudsætning.

Egenkapitalen ligger på et meget stabilt niveau både i 2005 og 2007. Hvorimod den falder i 2008 med omkring 175 mio., den er dog stadig på omkring 500 mio., men de har ikke længere muligheden for at foretage en kapitalnedsættelse, for at frigøre nogle likvide midler. Jeg har i denne

situation svært ved at vurdere hvor kritisk dette er for selskabet, men jeg have som minimum forventet en beskrivelse fra ledelsen, om hvordan de mener fremtiden ser ud i lyset af denne krise. Om det kræver analyse af going concern forudsætningen eller ej er svært at sige.

Revisor har i alle tre analyserede år afgivet blanke påtegninger. Dette betyder at mine hypoteser vedrørende revisionspåtegning alle er afkræftet.



## 24. Fast Ejendom Danmark 3 ApS

Dette selskab er i databasen, jeg har benyttet, repræsenteret under to navne. I 2005 hedder det Norrporten 1 København ApS, og i de andre år Fast Ejendom Danmark 3 ApS.

Dette undrer mig en smule, men da det er det samme CVR-nr der er oplyst i begge tilfælde er jeg nødt til, at antage, at det er det samme selskab der er tale om.

Selskabets hovedaktivitet i 2005 er direkte eller gennem helt eller delvist ejede selskaber at erhverve, forvalte, udvikle og sælge fast ejendom, grunde og ejendomsselskaber samt enhver dermed forbunden virksomhed.

Selskabets hovedaktivitet i 2007 regnskabet lyder imidlertid anderledes, nemlig at investere i fast ejendom samt drift og udlejning af de erhvervede ejendomme.

Regnskaberne fra denne virksomhed bliver aflagt i overensstemmelse med bestemmelserne for klasse B-virksomheder i årsregnskabsloven.

Der er i denne virksomhed sket en ændring i regnskabspraksis, da der i 2005 blev anvendt kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger. Der foretages lineære afskrivninger over 100 år på ejendommene. Udover denne måling sker der hvert år en vurdering af, om der er indikationer på værdiforringelse, ud over det som udtrykkes gennem afskrivningerne.

Hvorimod de i både 2007 og 2008 benyttede en DCF-model suppleret med eksterne mæglervurderinger, til at værdiansætter deres investeringsejendomme.

Denne ændring må være sket i 2006 regnskabsåret da der ikke i 2007 er beskrevet nogen ændring i regnskabspraksis. Denne ændring kan dog skyldes, at selskabets hovedaktivitet er blevet omformuleret. Hvad grunden er til alt dette, kender jeg ikke til.

Desværre er der hverken i 2007 eller 2008 regnskaberne oplyst noget om hvilke diskonteringsfaktorer der er anvendt til værdiansættelsen af investeringsejendommene.

Der er ikke et eneste ord om den krise branchen befandt til i, i 2008. Dog må dette selskab have mærket lidt til den, i og med deres værdiregulering er negativ i 2008 regnskabet mod en positiv regulering i 2007.

Der var tale om en positiv værdiregulering i 2007 på 12,5 mio. Mod en negativ værdiregulering i 2008 på 9,2 mio.

Krisen er ikke nævnt i regnskabet for 2008, dermed er der heller ikke brugt et eneste ord på at beskrive fremtiden eller deres going concern forudsætninger nærmere.

Dette mener, jeg dog er forkert af selskabet ikke at sige lidt om hvordan de regner med at fremtiden ser ud. De blev etableret i 2005, da der står at 2005 er deres 1. regnskabsår. Dette taget i betragtning kan et selskab som dette måske være lidt mere udsat for krisen, end et meget veletableret selskab med mange år på bagen. Dette selskab har selvsagt ikke haft mange år til at opbygge egenkapital og likvide midler.

Egenkapitalen er steget i 2007 for derefter at falde lidt i 2008.

Det ses ud fra balancen, at de ikke afdrager på deres langfristede gældsforpligtelser til realkreditinstitutter. De har kun kortfristede gældsforpligtelser i 2008 på 4 mio., hvorfor jeg ikke fornemmer, at de skulle være i de store vanskeligheder.

Revisor har i hele analyseperioden afgivet blanke påtegninger, hvorfor mine hypoteser vedrørende revisionspåtegningerne alle er afkræftede.

## 25. Jeudan II A/S

Selskabets hovedaktivitet er investering i fast ejendom i København.

Regnskaberne bliver aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for klasse B-virksomheder.

Selskabet værdiansætter i hele perioden deres investeringsejendomme til dagsværdi. Det er imidlertid kun i 2007 og 2008 vi ved at det foregår ved hjælp af den afkastbaserede model, dette ved vi ikke noget om for 2005 regnskabs vedkommende, dog antager jeg i denne analyse at det er samme model der i 2005 har været anvendt.

Der er sket positive værdireguleringer i såvel 2005 som 2007, med henholdsvis 209,2 mio. i 2005 og 13,1 mio. i 2007. Hvorimod der var tale om en negativ værdiregulering på ejendommene i 2008 på 36,5 mio., denne nedskrivning var forårsaget af konsekvenserne af den finansielle krise, der havde ramt branchen i løbet af 2008.

Der er ikke i nogen af regnskaberne oplyst noget om hvordan de kommer frem til de værdireguleringer som de gør. Dette er lidt ærgerligt, da dette gør det meget svært for regnskabslæserne at se hvordan ledelsen foretager de forskellige skøn til modellen og dermed hvilke forventninger de har til fremtiden.

Selskabets egenkapital er faktisk faldet over hele analyseperioden. Den er på 818,9 mio. i 2005 og er faldet til 156,5 mio. i 2008. Dette må siges at være meget dramatisk over en kun 4 års periode. Selskabet har ikke valgt at kommentere på deres going concern forudsætninger. Dette mener jeg, at de måske skulle have gjort i 2008. Det er ikke sikkert, at de ser det som et problem, men så for ikke andet end at give læserne en forklaring på hvordan de ser sig selv komme ud af den finansielle krise, som de selv nævner i ledelsesberetningen.

I hele analyseperioden har revisor afgivet blanke påtegninger, hvorfor alle mine hypoteser vedrørende revisionspåtegningen er afkræftet.

## 26. Jeudan V A/S

Selskabets hovedaktivitet er investering i fast ejendom i København.

Selskabets regnskaber aflægges efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for B-virksomheder.

Over hele analyseperioden har selskabet værdiansat deres investeringsejendomme til dagsværdi.

Dog er der desværre ingen forklaring eller indikationer på, hvordan de kommer frem til den pågældende dagsværdi.

Der har været tale om positive værdireguleringer i både 2005 og 2007. Med henholdsvis 134 mio. i 2005 og 42 mio. i 2007. Hvorimod det var en negativ værdiregulering, der blev foretaget i 2008 på 8,4 mio. Årsagen til dette var at den finansielle krise havde forårsaget fald i priserne på investeringsejendommene.

Der er ikke i nogen af årene lavet en beskrivelse af, hvad ledelsen forventer sig af fremtiden. Dette kunne have været meget interessant at kunne læse, ikke mindst hvordan de ser selskabets situation i denne finansielle krise, som de selv beskriver.

Selskabets egenkapital er faldet over hele analyseperioden og dette gør kun interessen for beskrivelsen af fremtiden endnu større.

Der er ikke tegn på at de har gjort sig yderligere tanker om deres going concern forudsætning i 2008, end i de foregående år.

Efter regnskabsårets afslutning i 2008 har selskabet omlagt deres renteaftaler. Hvilket selvsagt ikke har nogen betydning i analyseperioden. Dog kan dette være med til, at selskabets situation ser bedre ud i fremtiden, da den nye renteaftale byder på mere gunstige renter, sådan som det danske renteniveau har udviklet sig.

Mine hypoteser om revisionspåtegningen er alle blevet afkræftet, idet der i alle årene er blevet afgivet blanke påtegninger.

## 27. Jeudan VII A/S

Selskabets hovedaktivitet er investering i fast ejendom i København.

Selskabet aflægger regnskab efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for klasse B-virksomheder.

Selskabets investeringsejendomme bliver i hele analyseperioden målt til dagsværdi. Dog bliver der ikke i regnskaberne orienteret om, hvordan denne dagsværdi fremkommer, hvilket gør det svært for regnskabslæserne, at forholde sig til realiteterne bag disse dagsværdier.

I både 2005 og 2007 er der sket positive værdireguleringer på ejendommene, med henholdsvis 66,6 mio. i 2005 og 22 mio. i 2007, hvad dette skyldes kan jeg imidlertid ikke udtale mig om, da jeg ikke kender til baggrunden ved disse dagsværdier. I 2008 er der imidlertid tale om en negativ værdiregulering på 14,2 mio., dette skyldes påvirkningen af hele markedet for investeringsejendomme, på grund af den finansielle krise.

Der er på intet tidspunkt i nogen af regnskaberne at ledelsen forholder sig til fremtiden. Dette synes jeg er lidt mærkeligt, idet selskabets egenkapital er faldet over hele perioden. Så skulle man synes at ledelsen ville fortælle lidt om hvordan de så deres fremtid, og hvad de ville gøre for at rette op på det tabte.

I samme forbindelse ville det måske være på sin plads at de havde forholdt sig lidt til deres going concern forudsætning her under den finansielle krise og med svækket egenkapital.

Efter regnskabsårets afslutning i 2008 har selskabet omlagt deres renteaftaler, for at opnå mere gunstige forhold, som har budt sig her under den finansielle krise. Dette har dog ikke nogen betydning i analysen.

Mine hypoteser vedrørende revisionspåtegningen er alle blevet afkræftet, idet revisor i hele perioden har afgivet blanke påtegninger.

## 28. Kongeegen A/S

Selskabets aktivitet består i udlejning og drift af erhvervsejendomme.

Selskabets regnskaber er aflagt i overensstemmelse med regnskabslovens bestemmelser for en klasse B-virksomhed, med enkelte tilvalg af bestemmelser for klasse C-virksomheder.

Selskabet har i hele analyseperioden målt deres ejendomme til en skønnet dagsværdi ved hjælp af en afkastbaseret model. I hele perioden er der blevet arbejdet med afkastkrav i intervallet 6-8 %. Jeg synes det er bemærkelsesværdigt, at de fastholder de samme krav i hele analyseperioden, da denne rummer så forskellige regnskabsår som den gør. Og måske mest bemærkelsesværdigt er det i 2008 hvor de selv skriver en del om det svækkede marked.

Der er ikke sket værdiregulering af nogen art på deres ejendomme i nogen af de analyserede år. Dog mener jeg, at der er grund til at mene, at der skulle foretages en eller anden form for nedskrivning af ejendommene i 2008 med de tendenser, de selv mener at se i markedet.

I 2008 gøres der en del ud af, at foretage en nærmere forklaring af going concern forudsætningerne.

En af årsagerne til dette er, at de har investeret i PG Nordic Light AB samt ydet ansvarlig lånekapital til selvsamme selskab. Der er tale om et svensk ejendomsinvesteringsselskab.

Usikkerheden i denne investering består i, at konjunkturerne på ejendomsmarkedet har ændret sig, som konsekvens af krisen. Dette betyder at der er opstået større usikkerheder, i forbindelse med værdiansættelse af ejendommene.

Kongeegen A/S vurderer dog at der er muligheder for PG Nordic Light AB, for positiv udvikling i fremtiden.

Investeringen i PG Nordic Light AB på 31,5 mio. har selskabet finansieret gennem EBH Bank A/S. på grund af den situation EBH Bank havnede i, har de været nødsaget til at bringe samarbejdet til ophør og dermed kræve engagementet indfriet. Øvrige investorer i PG Nordic Light AB, der også har finansieret investeringen i EBH Bank har modtaget bankens opsigelse.

Kongeegen A/S er opmærksom på at det i denne finansielle krise kan varer længere tid at finde alternative finansieringer, men de mener at dette lader sig gøre, i og med at PG Nordic Light AB

udviser positiv drift.

Ledelsen vurderer at der er blevet mere usikkerhed omkring værdiansættelsen af ejendomme på grund af de ændrede konjunkturer i markedet. Dette medfører, at de på kort sigt er negativt påvirket, hvad angår belåning eller realisering af ejendomme.

Udover det lån der er beskrevet ovenfor, har selskabet gæld til kreditinstitutter og realkreditinstitutter på 128,1 mio., hvoraf de 116,8 mio. hvilket er 91 % af hele gælden er sikret ved pant i selskabets ejendomme.

Af den pantsikrede gæld skal der i efteråret 2009 ske refinansiering af 20 mio. disse forhandlinger er endnu ikke afsluttet.

Den resterende gæld er usikret, den er i alt på 11,3 mio. heraf hidrører 5 mio. fra et stående lån der er uopsigeligt fra kreditinstituttets side til udløbet i 2013. Den resterende del på 6,3 mio. kan opsiges med kort varsel.

Selskabets nuværende kreditter er nødvendige for selskabets fortsatte drift.

Selskabet har besluttet at førtids implementere ændringerne i ÅRL vedrørende ophævelse af binding af reserve for dagsværdi på investeringsaktiver. Det eneste denne ændring medfører, er, at de bundne reserver på 23,8 mio. overføres til frie reserver.

Regnskabet er blevet aflagt som going concern i alle årene, i 2008 da ledelsen mener at det er realistisk at refinansiere sin gæld.

Revisor har i 2005 og 2007 afgivet blanke påtegninger.

I 2008 derimod er der tale om en påtegning med både forbehold og supplerende oplysning.

Forbeholdet går ud, at de ikke har kunnet få bekræftet et tilgodehavendes størrelse hos moderselskabet, da dettes regnskab ikke var aflagt på tidspunktet for påtegningen.

Den supplerende oplysning går på refinansieringen af selskabets gæld. Dog er revisor enige i going concern forudsætningen, da det kun er nævnt i en supplerende oplysning.

## 29. Nordicom Butiksejendomme A/S

Selskabets aktivitet består i udlejning, udvikling af ejendomsprojekter samt køb og salg heraf.

Selskabets regnskaber bliver aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for klasse B-virksomheder.

Selskabet har gennem hele analyseperioden benytte sig af samme værdiansættelsesmetode af deres investeringsejendomme. De er blevet værdiansat til dagsværdi, ud fra en normalindtjeningsmodel med udgangspunkt i en systematisk vurdering af de enkelte ejendommers forventede afkast.

Dette har betydet positive værdireguleringer i 2005 samt 2007. Disse reguleringer har været på henholdsvis 103 mio. i 2005 og 32 mio. i 2007. Hvorimod der var tale om en negativ værdiregulering på 41,4 mio. i 2008.

Der er ikke i regnskaberne nogen form for indikation eller forklaring på, hvilke faktorer eller andet de benytter til værdiansættelsen, hvilket betyder at jeg ikke kan komme nærmere ind på, hvad der forårsager den negative værdiregulering i 2008.

I 2008 regnskabet gør ledelsen lidt ud af at fortælle, om baggrunden for, at going concern forudsætningen er anvendt.

Selskabets lånebetingelser er således opstillet, at de hvert år skal genforhandle deres kreditter, dette er der mere usikkerhed om i 2008 end det har været det i de andre år. De mener dog ud fra de forhandlinger der finder sted, at de får de nødvendige kreditter i hus, som er nødvendige for at deres aktiviteter kan fortsætte.

Mine hypoteser om revisionspåtegningen er alle afkræftet, da revisor i hele analyseperioden har afgivet blanke påtegninger.



### 30. Nordicom Byeendomme A/S

Selskabet driver udlejningsvirksomhed, udvikling af ejendomsprojekter samt køb og salg heraf. Selskabets regnskaber aflægges ud fra bestemmelserne i årsregnskabsloven for regnskabsklasse B-virksomheder.

Selskabet har i hele analyseperioden målt deres investeringsejendomme til dagsværdi. Dette er sket ved hjælp af normalindtjeningsmodel med udgangspunkt i en systematisk vurdering af de enkelte ejendommers forventede afkast.

Der er dog desværre ikke nogen dokumentation for hvilke faktorer, der er anvendt for at selskabet kommer frem til de værdireguleringer, som de gør i de forskellige regnskabsår.

Der her været tale om positive værdireguleringer i hele analyseperioden. Derfor ville jeg gerne se noget dokumentation specielt for 2008, for hvordan denne værdiregulering er fremkommet.

Værdireguleringerne udgør 23, 4 mio. i 2005, 8,9 mio. i 2007 og endelig i 2008 er reguleringen på 36,8 mio.

I ledelsesberetningen i 2008 er going concern forudsætningen diskuteret. Årsagen til dette er, at selskabets kreditter skal genforhandles årligt, og at der i år er mere usikkerhed forbundet med dette, end det har været tilfældet de andre år. Dog mener ledelsen ikke at der ved de forhandlinger, der finder sted er indikationer på at kreditterne ikke skulle blive genforhandlet. Derfor er going concern benyttet som grundlag for regnskabet.

Dette er revisor heller ikke uenig i, da han har afgivet en blank påtegning. Dette er tilfældet i hele analyseperioden hvorfor alle mine hypoteser på dette området er afkræftet.

### 31. Nordicom Domicilejendomme A/S

Selskabet driver udlejningsvirksomhed, udvikling af ejendomsprojekter samt køb og salg heraf. Selskabets regnskaber aflægges i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse B, dog med undtagelse af indregning af dattervirksomheder, der er bestemmelserne for regnskabsklasse C anvendt.

I hele analyseperioden har selskabet benyttet sig af samme værdiansættelsesmetode.

Investeringsjendommene bliver målt til dagsværdi. Dette sker ud fra en normalindtjeningsmodel, med udgangspunkt i en systematisk vurdering af de enkelte ejendommers forventede afkast. Der har ikke i nogen af regnskaberne været mulighed for at se nærmere på hvordan ledelsen kommer frem til de pågældende dagsværdier.

Dette er lidt ærgerligt, da jeg synes at selskabets værdireguleringer på deres investeringsejendomme følger et mærkeligt mønster i forhold til alle de andre selskaber jeg har analyseret.

I dette selskab foretager de positive værdireguleringer i 2005 og 2008 med henholdsvis 2,8 mio. i 2005 og 4,4 mio. i 2008. Hvorimod der sker en negativ værdiregulering i 2007 på 2,3 mio.

I 2008 regnskabet behandler ledelsen, i sin beretning spørgsmålet om going concern. Årsagen til dette er, at deres kreditter, der er nødvendige for at opretholde aktiviteten skal genforhandles hvert år, og i år er der større usikkerhed om udfaldet af disse forhandlinger, end det har været tilfældet de foregående år.

Regnskabet er dog aflagt efter going concern forudsætninger, da ledelsen ikke mener, at der er indikationer på at de ikke skulle få kreditterne hjem.

Dette er revisor åbenbart enig i, da han ikke hele analyseperioden har afgivet blanke påtegninger.

Hermed er mine hypoteser på dette område afkræftet.

## 32. 2005

På de foregående sider har jeg foretaget en undersøgelse af hvert selskab for sig ved hjælp af regnskaber fra 2005, 2007 og 2008.

Den undersøgelse jeg vil foretage nu, er hvordan situation ser ud, når man samler alle regnskaberne fra de pågældende år.

I 2005, som er mit startår i undersøgelsen, er der rigtig mange selskaber der værdiansætter deres ejendomme til dagsværdi ved hjælp af en eller anden form for afkastbaseret model. Dette er der hele ti selskaber der gør. Ud af disse ti er der to der supplerer denne model med eksterne mæglervurderinger.

Derudover er der kun to der benytter sig af DCF-modellen, med henholdsvis seks og ti års budgetperiode.

Udover disse metoder, som jeg alle har beskæftiget mig i reguleringsdelen af denne afhandling, er der tre selskaber der har valgt, at benytte sig af muligheden for at værdiansætte til ejendommens kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger.

Et enkelt selskab har valgt at værdiansætte deres ejendomme forskelligt afhængigt af hvilken type ejendom der er tale om. Dette selskab værdiansætter ejerlejligheder ud fra mæglervurderinger.

Driftsejendommene selskabet besidder måles til 10 % af nettolejen, mens selskabets domicilejendomme og projektejendomme måles i regnskabet til anskaffelsesværdien.

I denne opgørelse af metode til værdiansættelse af investeringsejendommene mangler der tre selskaber. Årsagen til dette, er lige som beskrevet under de forskellige selskaber, at der er tre selskaber der ikke oplyser andet end at deres værdiansættelse foregår til dagsværdi.

De procentsatser der bliver anvendt i de forskellige selskabers modeller ligger meget ens, de fleste lægger mellem 4 og 8 %. Der er dog et enkelt selskab der benytter sig af satser i intervallet 1,65-3,25 %.

Det næste der er interessant at undersøge er hvordan værdireguleringerne i dette regnskabsår har været. Da der er tale om meget forskellige selskaber, både hvad angår størrelse og besiddelse af ejendomme, vil det ikke give nogen mening at se på dette beløbsmæssigt.

Jeg kan dog fastslå, gennem undersøgelsen af regnskaberne fra 2005, at der i alle de selskaber der har anvendt dagsværdi til værdiansættelsen har været tale om positive værdiregulering i året. Dette er dog med undtagelse af et enkelt selskab, hvis ejendomme hverken bliver reguleret positivt eller negativt.

Hvad angår detaljeret analyse af going concern forudsætningen, er der ingen selskaber i min analyse der foretager en sådan, i dette regnskabsår.

Dog er der et af selskaberne, der gør mere ud af at orientere detaljeret i ledelsesberetningen, end det er tilfældet for de andre 16.

Dette var også hvad der kunne forventes ud fra mit reguleringsafsnit om going concern, da det først er aktuelt i en situation hvor der ikke er fri adgang til ekstern finansiering. Og dette var bestemt ikke tilfældet i branchen i 2005.

Der er i dette regnskabsår afgivet blanke påtegninger på samtlige regnskaber.

### 33. 2007

I dette kapitel, vil jeg foretage en undersøgelse af regnskaberne fra 2007. Dette er det midterste år i min undersøgelse, og det år hvor økonomien i Danmark toppede.

I dette år er der hele ti selskaber der benytter sig af en eller anden form for afkastbaseret model. Et af disse selskaber kombinerer denne afkastbaseret model med vurderinger fra en ekstern mægler. Derudover er der tre selskaber i min analyse der benytter en DCF-model til værdiansættelsen af deres investeringsejendomme. Det ene selskab oplyser ikke budgetperiodens længde, men de kombinerer denne model med vurderinger fra en ekstern mægler. De andre to selskaber arbejder med budgetperioder på henholdsvis seks og ti år.

Udover de nævnte selskaber er der to yderligere der benytter deres ret til, at værdiansætte deres investeringsejendomme til dagsværdi. I disse to tilfælde bliver der ikke oplyst hvordan denne dagsværdimåling finder sted.

Et selskab har i dette regnskabsår benyttet sig af den almindelige måde at opgøre materielle aktiver på, nemlig til kostpris.

Det sidste selskab jeg mangler at beskrive har valgt lige som sidste år, at værdiansætte deres ejendomme med forskellige modeller afhængig af typen. Dette foregår på den måde at ejerlejlighederne værdiansættes ud fra mæglervurderinger. Driftsejendommene selskabet besidder måles til 10 % af nettolejen, mens selskabets domicilejendomme og projektejendomme måles i regnskabet til anskaffelsesværdien.

Afkastprocenterne der benyttes til værdiansættelsen af investeringsejendommene ligger i dette regnskabsår i intervallet 2,7-8 %.

Den udvikling der er sket med satserne fra 2005 til her i 2007, at den nedre del af intervallet er blevet mindre, mens den øvre ende er stabil, stemmer meget godt overens med det jeg kom frem til i mine reguleringsafsnit. Nemlig at forrentningskravene falder i gode tider i branchen, da investorerne i disse tider ikke forbinder investeringer i denne branche med særlig store risici. Denne lavere tendens i afkastprocenterne skulle jo så betyde positive værdireguleringer på ejendommene.

Ved min undersøgelse på dette område kommer jeg frem til, at det er hele 13 selskaber ud af de 17 jeg har med i undersøgelsen der har foretaget positive værdireguleringer på deres investeringsejendomme i 2007 regnskaberne.

Derudover er der det samme selskab, som det var tilfældet i 2005 undersøgelsen, der hverken foretager positive eller negative værdireguleringer, men dog værdiansætter til dagsværdi. Dette virker meget besynderligt, da vi i 2007 er i det år hvor væksten i denne branche topper.

Et andet selskab, der af gode grunde ikke foretager værdireguleringer, er det selskab der har valgt at værdiansætte ud af ÅRL § 36, nemlig til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger.

Det mest bemærkelsesværdige i min undersøgelse i dette regnskabsår, er, at der er et enkelt selskab, som foretager negativ værdiregulering i året. Dette er lige så bemærkelsesværdigt, som det selskab der ikke foretager reguleringer.

Hvad angår detaljeret analyse af going concern forudsætningen, er der i dette regnskabsår status quo i forhold til 2005. Det vil sige, at der er et enkelt selskab der er meget detaljeret i ledelsesberetningen. Der er dog ingen af selskaberne i min undersøgelse der i 2007 kan siges at have foretaget en detaljeret analyse af deres going concern forudsætning.

Dette var også hvad der kunne forventes ud fra mit reguleringsafsnit om going concern, da det først er aktuelt i en situation, hvor der ikke er fri adgang til ekstern finansiering. Og dette var bestemt ikke tilfældet i branchen i 2005.

Der har været tale om blanke påtegninger i samtlige regnskaber fra dette regnskabsår.

### 34. 2008

Undersøgelsen af regnskaber fra dette regnskabsår viser, at der lige som tilfældet var i de foregående år, der indgår i min undersøgelse, så er der ti selskaber der værdiansætter deres investeringsejendomme ved hjælp af en afkastbaseret model. Den ene af disse supplerer denne model, med eksterne vurderinger, som også har været tilfældet i det andre år i undersøgelsen. Udover disse ti selskaber er der tre mere der værdiansætter til dagsværdi, dette foregår bare ved hjælp af en DCF-model i stedet for den afkastbaserede model. Et af disse selskaber kombinerer modellen med mæglervurderinger. De andre benytter DCF-modellen med henholdsvis seks og ti års budgethorisont.

Alle de nævnte selskaber opgør dermed deres investeringsejendomme til dagsværdi. Det er tilfældet for yderligere to selskaber. Disse oplyser dog ikke hvordan denne værdiansættelse foregår.

Der er et enkelt selskab der opgør ejendommens værdi ud fra den almindelige metode efter ÅRL § 36, nemlig kostprisen.

Det sidste selskab jeg mangler for at have nævnt alle 17, er det, som de andre undersøgte år har anvendt forskellige metoder til værdiansættelsen. Dette er det samme for dette regnskabsår. Dette foregår stadig på samme måde. Ejerlejlighederne værdiansættes ud fra mæglervurderinger.

Driftsejendommene selskabet besidder måles til 10 % af nettolejen, mens selskabets domicilejendomme og projektejendomme måles i regnskabet til anskaffelsesværdien.

Det interessante i undersøgelsen i dette regnskabsår er, at se hvilke forrentningskrav selskaberne har anvendt i deres modeller. Forrentningskravene lægger i dette regnskabsår, for langt de fleste selskaber, i intervallet 4-8 %. Dog er der et enkelt selskab som anvender procenter helt nede ved 2,9 %.

Dette viser, at kravet til forrentningen er steget en del i forhold til 2007 regnskaberne, hvilket også var hvad der kunne forventes.

Herefter skel vi se på hvordan værdireguleringerne, i dette regnskabsår ser ud.

Der er seks selskaber, der på trods af krisen, formår at foretage positive værdireguleringer på deres investeringsejendomme. Derimod er der hele otte selskaber, der har mærket til konsekvenserne af krisen. Disse selskaber har i dette regnskabsår foretaget negative værdireguleringer.

Til sidst skal nævnes det selskab som ikke i nogen af årene har foretaget værdireguleringer, på trods af, at ejendommene værdiansættes til dagsværdi.

Hvad angår den detaljerede analyse, vedrørende going concern, som jeg har behandlet i min reguleringsdel, er det i dette regnskabsår denne bliver rigtig interessant. Grunden til, at, det er i dette år, er, at det er her investeringsselskaberne står over for udfordringer hvis de skal ud på finansmarkedet og fremskaffe kapital.

Gennem undersøgelsen har det vist sig, at der er fem selskaber ud af min undersøgelse på 17, der har foretaget, om ikke en detaljeret analyse, så i hvert fald gjort sig nogle tanker omkring den fortsatte drift på det kriseramte boligmarked. Der er dog stadig en større del, der ikke foretager sig noget, dette er nemlig tilfældet for 12 af selskaberne.

I dette regnskabsår er der afgivet blanke påtegninger på 16 ud af de 17 regnskaber.

På det 17. regnskab er der taget både forbehold og lavet en supplerende oplysning. Forbeholdet er ikke så interessant i denne undersøgelse, da dette bunder i et tilgodehavende hos moderselskabet, hvis størrelse ikke kunne kontrolleres.

Den supplerende oplysning derimod er direkte forbundet med denne undersøgelse. Denne oplysning går nemlig på, at den going concern forudsætning, der er lagt til grund for regnskabet, afhænger af, at selskabet opnår refinansiering af sin gæld, da det ellers ikke vil være muligt at fortsætte driften.



## 35. Konklusion

Formålet med dette kapitel er, at komme med resultatet på den eksplorative undersøgelse, jeg har foretaget af 17 investeringsselskaber fra ejendomsselskabsbranchen.

Måden denne konklusion vil blive opbygget på, er ved at be- eller afkræfte de hypoteser jeg opstillede i kapitel 13, ud fra mine reguleringsafsnit.

Hypotesen om, at selskaberne inden krisen benyttede sig af markedsværdien, ved værdiansættelse af deres investeringsejendomme, og under krisen var gået over til at anvende en regnskabsmæssig model i stedet, er afkræftet gennem mine undersøgelser.

Årsagen til dette, er, at langt de fleste i hele perioden har anvendt en model til værdiansættelsen.

Min hypotese her, blev altså afkræftet. Jeg havde så i det mindste forventet, som også hentydet i mit reguleringsafsnit om værdiansættelsen, at selskaberne var gået fra at anvende den simple afkastbaserede model, til at benytte den mere komplekse DCF-model. Dette er imidlertid heller ikke tilfældet. Over hele perioden er der ti selskaber der anvender den almindelige afkastbaserede model.

I forbindelse med disse regnskabsmæssige modeller, havde jeg også en hypotese om, at selskaberne ville benytte sig af et højere forrentningskrav i modellerne i 2008, end det var tilfældet i de tidligere undersøgte år.

Denne hypotese er til dels bekræftet. Jeg har gennem undersøgelserne af regnskaberne fundet frem til, at forrentningskravet i 2005 lå i et interval på 4-8 % for alle de undersøgte selskaber, med undtagelse af et. Dette selskabs interval faldt uden for og lå på 1,65-3,25 %. Der er ingen indikationer af, hvad dette skyldes. I 2007 derimod, var alle de undersøgte selskaber enige om, at forrentningskravet skulle lægge i intervallet 2,7-8 %. I 2008 regnskaberne lå intervallet igen på 4-8 %, med et enkelt selskab der benyttede 2,9 %.

Denne udvikling var hvad der kunne forventes efter mit reguleringsafsnit, og dermed også min hypotese.

Selskaberne anvendte lave krav i modellerne i 2007, da det på dette tidspunkt ikke var forbundet med de helt store risici, at investere i dette marked. Dette ledte til høje dagsværdier og dermed positive værdireguleringer på 15 ud af de 17 selskaber.

I 2008 hvor krisen så ramte, der arbejder selskaberne med betydelig højere krav til afkast, end det var tilfældet i 2007. Dette leder til negative værdireguleringer for mange af selskaberne.

Min hypotese om, at der vil være flere tilfælde af going concern problemer kan jeg også godt afkræfte. Jeg er gennem mine undersøgelser, af de enkelte selskaber, stødt på et par selskaber hvis egenkapital er formindsket en smule, men ikke i størrelsesorden der kunne siges at påvirke deres fortsatte drift. Der er et enkelt selskab der i 2008, har en form for going concern problemer. Deres lån i EBH Bank A/S er blevet opsagt, så de er nødsaget til at få refinansieret denne gæld, hvis deres aktiviteter skal fortsætte.

Et andet selskab foretog i 2008 regnskabet en kapitalnedsættelse, denne blev dels udloddet til aktionærene og indsat på frie reserver. Grunden til dette kendes ikke, derfor kan jeg ikke sige om det har været going concern problemer der har motiveret til denne nedsættelse.

Ét selskab i going concern problemer, er dog ikke nok til at jeg vil sige at min hypotese er bekræftet.

Mit spørgsmål vedrørende den mere omfattende analyse af going concern forudsætningen, er ikke let, at komme med et svar på. Grunden til dette, er, at langt de fleste af de selskaber der indgår i min undersøgelse tilsyneladende ikke er i de situationer hvor standarden kræver denne mere omfattende analyse. Dog ses det af analysen for 2008, at der er flere selskaber der i ledelsesberetningen forholder sig til krisen og hvordan selskabets fremtid ser ud i dette usikre marked.

Hypotesen om, at revisor skulle være begyndt at afgive flere supplerende oplysninger er afkræftet af mine undersøgelser.

Der har i regnskabsårene 2005 og 2007 ikke været afgivet nogen supplerende oplysninger. I 2008 har der dog været afgivet en enkelt. Selskabet dette drejer sig om, er det føromtalt, med de opsagt lån hos EBH Bank A/S.

Hypotesen om, at der skulle være flere modificerede konklusioner i revisors påtegninger i 2008 regnskaberne, end det har været tilfældet er også mere eller mindre afkræftet.

Der har dog været én revisionspåtegning med forbehold i 2008, hvorimod der ikke var nogen hverken i 2005 eller 2007.

Den sidste hypotese. Den om, at revisor skulle være mere tilbøjelig til, at benytte modificerede konklusioner frem for supplerende oplysninger i regnskaberne for 2008 kan jeg desværre heller ikke bekræfte.

Der har som tidligere nævnt kun været ét tilfælde af supplerende oplysning og forbehold. Disse optrådte i det samme regnskab i regnskabsåret 2008.

Der kan være flere grunde til, at de fleste af mine hypoteser er blevet afkræftet.

Den ene grund er, at jeg sidder med selskaber, der for de flestes vedkommende besidder flest erhvervsejendomme, disse er ikke så hårdt ramt af krisen, som det er tilfældet for almindelige beboelsesejendomme. Vi skal formentlig et regnskabsår længere frem, for at se nedgangen for erhvervsejendommene. Jeg er ikke i tvivl om, at værdiforringelserne nok skal komme, også på den type ejendomme, ikke mindst fordi der er begyndt at ske konkurser og derved bliver udbuddet af denne slags ejendomme større, og efterspørgslen vil ikke være stor, som økonomien lige nu ser ud.

En anden årsag til de mange afkræftede hypoteser, kan være, den måde jeg har udvalgt mine selskaber på. Havde jeg nu stillet et andet krav til selskaberne, i stedet for en omsætning på 10 mio., kunne jeg have siddet med en helt anden samling regnskaber.

Dette ændrer dog ikke på, at jeg mener, at de regnskaber jeg har benyttet i min undersøgelse, er meget gode repræsentanter for de investeringsselskaber der besidder flest erhvervsejendomme. Havde jeg derimod siddet med selskaber der udelukkende besidder beboelsesejendomme, så er jeg også sikker på, at jeg havde fået nogen flere af mine hypoteser bekræftet.

## 36. Litteraturliste

### 36.1. Anvendt litteratur

- Auditing & Assurance Services, 2006, Aasmund Eilifsen, William F. Messier JR., Steven M. Glover og Douglas F. Prawitt
- Ejendomsforeningen Danmark, Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen
- EogS – Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, 3. april 2009
- Håndbog i årsrapport, 1. udgave 2004, red. af Lars Kiertzner, Revifora
- IAS 40 - Investerings ejendomme
- ISA 540 - Auditing accounting estimates, including fair value accounting estimates, and related disclosures
- RR.2009.02.0068 – Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked
- RS 570 – Going concern, okt. 2006
- RS 700 – Den uafhængige revisors påtegning på et fuldstændigt regnskab med generelt formal, okt. 2006
- RS 701 – Modifikationer af den uafhængige revisors påtegning, okt. 2006
- UR 2007-3 – Modifikation af den uafhængige revisors påtegning (forbehold og supplerende oplysninger), april 2007
- UR 2008-1 – Revisionspåtegninger med videre på årsrapporter, januar 2007
- Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, 4. udgave, Aksel Runge Johansen, Jens Otto Damgaard og Henrik Steffensen, Forlaget Thomsen
- [www.retsinfo.dk](http://www.retsinfo.dk)
  - LBK nr. 395 af 25/05/2009
  - 2000/1 LSF 138

### *36.2. Litteratur til inspiration*

- FSR- Udfordringer I forbindelse med årsrapporten 2008, 28. januar 2009
- IAASB – audit considerations an respect of going concern in the current economic environment
- IAASB – challenges in auditing fair value accounting estimates in the current market environment
- IASB – Recommendations of til Financial Stability Forum (updated December 2008),
- RR.2009.02.0018 – Revision i en krisetid – Overvejelser om going concern

## Bilag 1 – Selskaber i den eksplorative undersøgelse

Dette er en liste over de selskaber der vil indgå i min eksplorative undersøgelse af regnskaber fra investeringsselskaber i ejendomsselskabsbranchen.

Disse selskaber er fremkommet ved kriterium søgning i Navne og Numre databasen gennem Aalborg Universitets Bibliotek.

- A. Fønnesbech A/S
- Aktieselskabet Reinholdt W. Jorch
- ATP-Ejendomme A/S
- Dades A/S
- De Forenede Ejendomsselskaber A/S
- E-Bolig A/S
- Ejendomsaktieselskabet Component-Byg
- Ejendomsselskabet Lindø A/S
- Ejendomsselskabet Pile-Bo A/S
- Fast Ejendom Danmark 3 ApS
- Jeudan II A/S
- Jeudan V A/S
- Jeudan VII A/S
- Kongeegen A/S
- Nordicom Butiksejendomme A/S
- Nordicom Byejeendomme A/S
- Nordicom Domicilejendomme A/S