

HD 2. DEL STUDIET I REGNSKAB OG ØKONOMISTYRING

AALBORG UNIVERSITET

8. SEMESTER 2014

Investeringsjendomme

Analyse af dagsværdi og gæld tilknyttet
investeringsjendomme



Opgaveløser:

Mathilde Sørensen

Vejleder:

Jens Riis Andersen

Forord

Denne afhandling er skrevet som afsluttende projekt på Aalborg Universitet på HD 2. del – Regnskab og økonomistyring. Opgaven er skrevet i perioden fra 14. januar 2014 til 5. maj 2014. Det grundlæggende fag i opgaven, er faget eksternt regnskab med tillæg af dele fra faget virksomheden finansielle planlægning.

Opgaven omhandler den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme med henblik på værdiansættelse af investeringsejendomme. Der er i opgaven særligt fokus på dagsværdien af investeringsejendomme og den gæld som er tilknyttet ejendommene.

Tak til min vejleder Jens Riis Andersen for god vejledning igennem hele processen.

Aalborg, maj 2014

Mathilde Sørensen

Indholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------|
| Forord | 2 |
| Summary | 6 |
| Kapitel 1 Indledning | 9 |
| 1.1 Idegrundlag..... | 11 |
| 1.2 Problemstilling..... | 11 |
| 1.2.1 Problemformulering | 12 |
| 1.3 Afgrænsning | 13 |
| 1.4 Metode | 15 |
| 1.4.1 Vidensproduktionsprocessen | 17 |
| 1.4.2 Dataindsamling | 18 |
| 1.4.3 Kildekritik | 19 |
| 1.5 Disposition | 19 |
| Kapitel 2 Regnskabsteori | 22 |
| 2.1 Grundlæggende regnskabsteori..... | 22 |
| 2.1.1 Resultatorienteret regnskabsteori | 23 |
| 2.1.2 Formueorienteret regnskabsteori | 24 |
| 2.2 Årsregnskabsloven | 24 |
| 2.2.1 Årsregnskabslovens anvendelsesområde..... | 25 |
| 2.2.2 Retvisende billede | 25 |
| 2.2.3 Årsregnskabslovens begrebsrammer | 25 |
| 2.2.4 Grundlæggende forudsætninger | 27 |
| 2.3 Sammenfatning | 28 |
| Kapitel 3 Investeringsejendomme | 30 |
| 3.1 Definition af aktiver..... | 30 |
| 3.1.1 Fremtidige økonomiske fordele | 31 |
| 3.1.2 Under virksomhedens kontrol | 31 |
| 3.1.3 Tidligere begivenheder | 31 |
| 3.2 Definition af materielle anlægsaktiver | 32 |
| 3.2.1 Regnskabsmæssig behandling af materielle anlægsaktiver ifølge årsregnskabsloven..... | 33 |

| | |
|--|-----------|
| 3.3 Definition af investeringsejendomme..... | 34 |
| 3.3.1 Indregning i årsrapporten..... | 36 |
| 3.3.2 Gældsforpligtelser tilknyttet investeringsejendomme | 37 |
| 3.3.3 Definition af dagsværdi | 37 |
| 3.3.4 Fastsættelse af dagsværdi | 38 |
| 3.4 Sammenfatning | 39 |
| Kapitel 4 Metoder til vurdering af investeringsejendomme..... | 41 |
| 4.1 Grundlæggende begreber | 41 |
| 4.2 DCF-modellen | 45 |
| 4.2.1 Identifikation af pengestrømme..... | 46 |
| 4.2.2 Estimering af diskonteringsfaktoren | 47 |
| 4.2.3 Tilbagediskontering af investeringsejendommens pengestrømme til nutidsværdi | 48 |
| 4.2.4 Bestemmelse af terminalværdien | 49 |
| 4.2.5 Tilbagediskontering af terminalværdien | 49 |
| 4.2.6 Fastsættelse af investeringsejendommens værdi..... | 50 |
| 4.3 Afkastberegning - normalindtjeningsmetoden | 51 |
| 4.3.1 Opgørelse af investeringsejendommens driftsafkast..... | 52 |
| 4.3.2 Opgørelse af forretningskravet | 53 |
| 4.3.3 Opgørelse af dagsværdi | 53 |
| 4.4 DCF-modellen vs. Normalindtjeningsmetoden | 54 |
| 4.5 Sammenfatning | 55 |
| Kapitel 5 Analyse af investeringsejendomme indregnet til dagsværdi og andelen af gæld bundet i ejendomme..... | 57 |
| 5.1 Jeudan A/S..... | 58 |
| 5.1.1 Indregning af investeringsejendomme..... | 59 |
| 5.1.2 Værdiansættelse af investeringsejendomme..... | 59 |
| 5.1.3 Dagsværdi kontra gæld..... | 63 |
| 5.2 Sammenfatning | 67 |
| 5.3 DADES AS..... | 68 |
| 5.3.1 Indregning af investeringsejendomme..... | 69 |
| 5.3.2 Værdiansættelse af investeringsejendomme..... | 69 |

| | |
|---|-----------|
| 5.3.3 Dagsværdi kontra gæld..... | 74 |
| 5.4 Sammenfatning | 78 |
| 6. Følsomhedsanalyse – afkastkrav..... | 80 |
| 7. Konklusion | 81 |
| 8. Perspektivering | 83 |
| Litteraturliste | 84 |
| Bilag 1..... | 87 |
| Bilag 2..... | 88 |
| Bilag 3..... | 89 |
| Bilag 4..... | 90 |

Summary

This thesis deals with investment properties with a view to valuating the properties. More specifically, the thesis examines whether the debt related to the properties affects the estimation of the fair value of the investment properties. The thesis is based on the hypothesis that enterprises with investment properties are not willing to write down their investment properties due to major debt relating to the property.

An enterprise's financial statements consist of a profit and loss account, a balance sheet and notes including accounting policies, which can be divided into income, expenses, assets and liabilities. Investment properties belong to the category "Property, plant and equipment", which belongs to the category "Assets". In the Danish Financial Statements Act, an asset is defined as a "resource subject to the control of the enterprise, as a result of prior events and from which future economic benefits are expected to flow to the enterprise" and as property, plant and equipment as a physical asset subject to the control of the enterprise.

As stated above, investment properties are categorised as property, plant and equipment. In order for a property to be classified as an investment property, it has to meet certain requirements. According to the accounting standards, a property the purpose of which is investment to generate a return on the capital invested by way of continuing return and/or resale can be recognised as an investment property. This, however, does not apply to properties held for resale.

The Danish Financial Statements Act defines which enterprises are able to recognise properties as investment properties. i.e. enterprises whose main purpose is investment. On first recognition, an investment property shall be recognised in the financial statements at cost and subsequently at fair value. The accounting standards define fair value as the amount at which the property can change hands between two independent parties. Thus, the fair value is the market value of the property, which can be fixed based on an active market with equivalent assets or it can be fixed based on equivalent assets without an active market, or the fair value can be estimated on the basis of DCF models or return calculations.

Discounted Cash Flow models (DCF) and return calculations are used to estimate the fair value of investment properties. The DCF model is based on a budget period for the property and discounts income and expenses in the budget period at a discounted value, which is then multiplied by a required rate of return fixed by the investors. The required rate of return reflects the estimated

return which the investor expects on the capital invested and reflects the risk involved with investment in properties. The return calculation or the normal earnings method is based on a twelve-month budget, which is multiplied by a required rate of return. Both methods for estimating the fair value of the investment properties require that the enterprises are subject to certain elements in order to be able to apply the methods. The risks, among other elements, are to be assessed, i.e. the market risks as well as requirements of return etc.

A comparison of the two methods shows that the advantage of the DCF model is that the fair value of a property is estimated based on a budgeted period and that the model therefore takes future modernisation into consideration. The normal earnings model is a more static method as the calculation is based on a twelve-month budget period and thus does not take future improvements into consideration. However, the advantage of the normal earnings method is that it is easier to use.

As stated, this thesis is based on the hypothesis that debt related to an investment property may affect the determination of the fair value. To examine this in more detail, two property companies have been selected recognising properties as investment properties. The estimation of the fair value has been tested by means of the return calculation, and the required rates of return disclosed in the annual reports of the two companies are compared with the required rate of return from Colliers – a property company specialised in the valuation of properties. A period from 2005 to 2013 has been selected for the analysis.

To assess the debt related to the properties the financing strategy of the two enterprises is analysed and subsequently the share of debt related to the properties is compared with the equity and development in the recognised values of properties. Both enterprises have a financing strategy with high mortgaging of the properties.

Subsequently, the value adjustments and profits/losses on the sale of properties are examined. It has been examined whether revaluations have been made in the selected period and whether any losses have been generated on the properties. If the sale of properties has generated considerable losses, this might indicate that the properties have been overvalued. Moreover, the development in debt has been compared with the development in the number of properties. The annual reports of the selected period have been examined with a view to explaining the assessment of the adjustments made.

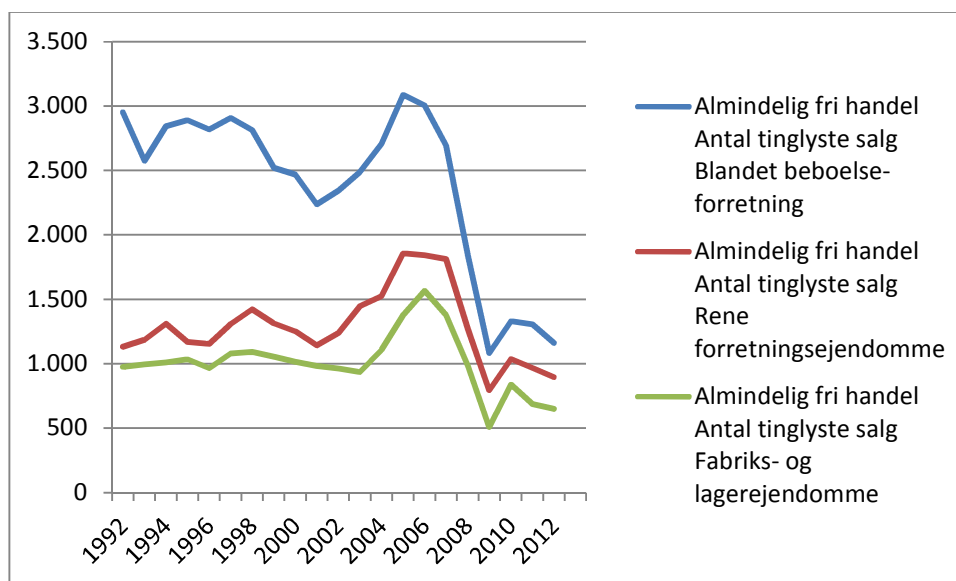
Based on the material and the information available it has not been possible to verify the hypothesis set up. It has therefore not been possible to see coherence between the debt related to the property and the estimation of the fair value of the property.

Kapitel 1 Indledning

Udviklingen på ejendomsmarkedet har gennem de senere år været stor. I 2008 oplevede verden finanskrisen, som især ramte boligmarkedet hårdt. Priserne på ejendomme faldt og det blev svært at sælge ejendomme, boligmarkedet gik i stå og kom under pres.

I 1990'erne var der vækst i Danmark og resten af verden og bruttonationalproduktet steg og ligeledes gjorde privatforbruget.¹ Der var derfor op gennem 1990'erne og i starten af 2000'erne stor optimisme i verdensøkonomien og der blev foretaget investeringer i bl.a. ejendomme, da adgangen til finansielle midler ikke var et problem.

I 2008 ramte finanskrisen verdenen og priserne på ejendomme faldt. Som eksempel kan det nævnes at handlen med erhvervsjendomme faldt med 58 % fra 2008 til 2009.² Figur 1.1 viser udviklingen, hvorledes handlen med ejendomme har udviklet sig fra 1992 til



Figur 1.1: Udviklingen i handlen med ejendomme.³

Finanskrisen ramte mange brancher hårdt også ejendomsbranchen. Krisen fik markedet til at gå i stå og pengeinstitutterne var ikke længere så villige til at låne penge ud. Dette har været medvirkende

¹http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=201423172128133872671NATHD08.px&gr_type=0&PLanguage=0

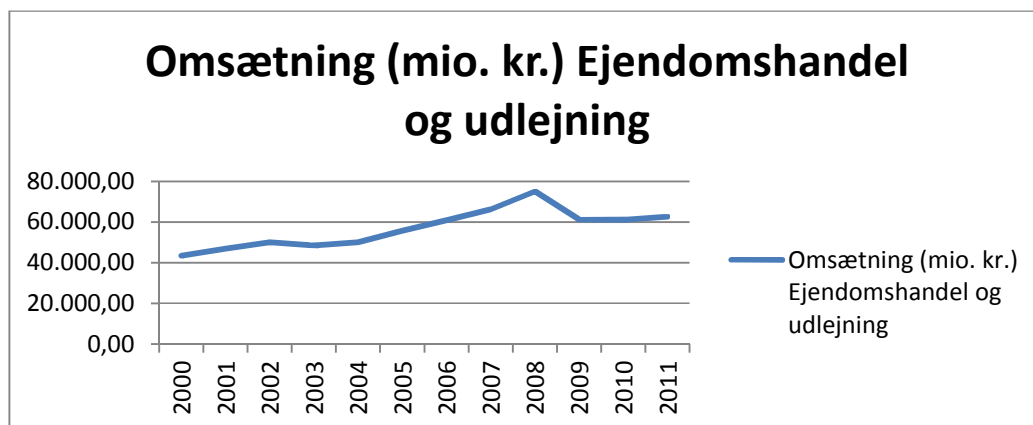
²<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>

³http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=201423172128133872671NATHD08.px&gr_type=0&PLanguage=0

til, at det blev svære at sælge sin bolig og har resulteret i de før nævnte pris fald på ejendommene i et forsøg på at sælge.

Grundlaget for de svingende og især faldende priser på ejendomsmarkedet kan henføres til finanskrisen og konsekvensen af manglende låne villighed fra kreditinstitutterne og bankerne. Finanskrisen bød derudover også på, at mange mistede deres arbejde, hvilket betød at man nu ikke havde råd til at betale sine lån og dermed kunne der i perioden efter 2008 ses en stigning på overtage ejendomme, eller ejendomme på tvangsauktion.⁴ Tillige er det kommet frem at ejendomsvurderingerne, som er fastsat af SKAT i flere år har været for fejlagtige og i mange tilfælde oversteg værdien på ejendomsvurderingerne de faktiske priser som ejendommene blev handlet til.⁵

Erhvervsstyrelsen har i den senere årrække haft et øget fokus på indregningen og den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme.⁶ Forkert indregning af en investeringsejendom som måske udgør 80 % af en virksomheds balance, kan have en stor betydning for en virksomheds regnskab og økonomiske stilling. Ser man på udviklingen i virksomheders omsætning som beskæftiger sig med ejendomshandel og udlejning ses det, at deres omsætning i 2009 var faldet med 19% i forhold til 2008 og frem til 2011 lagt på samme niveau som i 2009.⁷ Se nedenstående figur 1.2 for udviklingen i omsætningen med ejendomshandel og udlejning.



Figur 1.2: Udviklingen i omsætningen med ejendomshandel og boligudlejning⁸

⁴ http://www.realkreditraadet.dk/Statistikker/Overtagne_ejendomme.aspx

⁵ <http://politiken.dk/oekonomi/faktaerhverv/ECE2098598/fakta-sagen-om-de-fejlagtige-ejendomsvurderinger/>

⁶ Notat fra erhvervsstyrelsen

⁷ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

⁸ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

Denne udvikling viser, at markedet har været hårdt ramt og kan have en indvirkning på hvorledes investeringsejendommene værdiansættes i årsregnskaberne.

1.1 Idegrundlag

Der kan ikke være tvivl om, at ejendomsmarkedet har været hårdt ramt af finanskrisen. Emnet har ligeledes været meget omtalt i medierne de seneste år og man har i nabolaget kunne se boliger stå længe til salg. Der har ligeledes været stigende antal tvangsauktioner, og et stigende antal virksomheder som er gået konkurs.

Som en konsekvens af det ustabile ejendomsmarked har Erhvervsstyrelsen i den seneste har haft øget fokus på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Baggrunden for det øgede fokus er finanskrisen som har medført den førnævnte usikkerhed på markedet.

Erhvervsstyrelsen har fundet indikationer på, at ejendomme i visse tilfælde er overvurderede i regnskaberne, altså at værdien i regnskaberne ikke viser den samme tendens, som markedet gør og dermed ikke har den konkrete værdi som markedet afspejler. Dette er i strid med en grundlæggende regel om, at regnskaberne skal give et retvisende billede af virksomhedens værdier⁹.

1.2 Problemstilling

Emnet ”værdiansættelse af investeringsejendomme” har vagt min interesse gennem mit arbejde som revisor. I denne forbindelse har jeg assisteret med udarbejdelsen af flere regnskaber med investeringsejendomme og har mødt nogle af de udfordringer som er i forbindelse med værdiansættelsen og indregningen af en investeringsejendom. Ligeledes finder jeg emnet interessant fordi at det på det seneste har været oppe i medierne, at ejendomsmarkedet har været ustabil og da der er kommet større fokus fra Erhvervsstyrelsens side på indregningen og opgørelsen af dagsværdien for investeringsejendomme, som beskrevet i ovenstående.

Men indregningen af en investeringsejendom er problematisk, da denne jf. årsregnskabsloven skal indregnes til dagsværdi.¹⁰ Spørgsmålet er, hvordan denne indregning kan ske mest retvisende, når eksempelvis offentlige ejendomsvurderinger har været fejlbehæftet? Der er flere forskellige

⁹ Notat fra Erhvervsstyrelsen 3. april 2009

¹⁰ Årsregnskabsloven med kommentarer (KPMG)

metoder, hvorpå man kan opgøre dagsværdien af en ejendom og en af disse er afkastmodellen, hvor man ud fra lejeindtægter opgør et afkast på ejendommen, som man benytter til at fastsætte en værdi. Problemet med denne model kan dog være, at den ikke tager højde for gælden i den samme ejendom og denne må siges at være relevant for er ejendommen overbelånt i forhold til værdien vil dette påvirke virksomheden regnskab og evt. fremtidig låntagning til nye investeringer og drift.

Problemstilling kan derfor være om værdiansættelsen i regnskaberne er et udtryk for faktiske handelspriser eller udbudspriser. Ligeledes kan man stille sig det spørgsmål og de indregnede investeringsejendomme i årsregnskaberne er korrekt værdiansat ud fra reelle opgørelser og vurderinger eller er de værdiansat for højt ud fra, at der er meget gæld hæftet i ejendommen?

1.2.1 Problemformulering

Formålet med denne opgave er at se på indregning af investeringsejendomme i årsregnskaberne ud fra det retvisende billede. Er der en generel tendens til, at højt belånte ejendomme og så er for højt værdiansat?

Problemformuleringen vil blive behandlet ud fra en hypotese med baggrund i notatet fra Erhvervsstyrelsen fra 2009, hvori de belyser, at der er sket forkerte indregninger i årsregnskaberne.

Den hypotese som jeg vil arbejde ud fra er:

”Indregningen af investeringsejendomme i årsregnskaber sker til en for høj værdi som følge af en høj gældsandel i ejendommen og de følger dermed ikke markedspriserne i samme takt som de falder eller stiger”

Opgaven vil bestå af to hoveddele. Hvor den første hoveddel vil bestå af teoretisk perspektiv i forhold til indregningen af investeringsejendomme, mens den anden hoveddel vil have et større fokus på at identificere om investeringsejendomme har været indregnet til en for høj værdi i virksomhedernes årsregnskaber, som følge af, at der er store gældsforpligtelser bundet i ejendommene.

For at be- eller afkræfte den opstillede hypotese er der udarbejdet nogle underliggende spørgsmål, som vil blive besvaret i de to hoveddele:

Hoveddel 1: Grundlæggende og beskrivende del

- Hvorledes kan indregningen af investeringsejendomme ske efter årsregnskabsloven og regnskabsvejledningerne?
- Hvilke teoretiske metoder er der til indregning af investeringsejendomme i årsregnskaberne?

Hoveddel 2: Analyserende del

- Er regnskabernes værdiansættelse af investeringsejendommene retvisende?
- Følger værdiansættelsen af investeringsejendomme de faktiske markedspriser eller er de længere om at blive reguleret?
- Er der sammenhæng mellem en overvurdering af de indregnede værdier af investeringsejendomme og gælden som er tilknyttet den pågældende ejendom?

1.3 Afgrænsning

I hypotesen, som er defineret i ovenstående afsnit, er formålet med denne opgave beskrevet. Formålet er at forsøge at komme med en afklaring på, hvad årsagerne til de forkert indregnede værdier af investeringsejendomme i virksomhedens årsregnskaber og om dette har tilknytning til gælden i ejendommen.

Området investeringsejendomme er et omfangsrigt emne, og dette afsnit vil derfor blive benyttet til at afgrænse emnet og dermed definere en mere konkret besvarelse af hypotesen, som er defineret i ovenstående afsnit.

Der vil i denne opgave blive benyttet fagudtryk. Det forudsættes derfor at læseren af denne opgave har kendskab til fagudtryk, som er almindelige på HD-studiet. Der vil derfor ikke følge en forklaring på disse udtryk i opgaven, dog vil specielle udtryk, som det ikke kan forventes er almindelige udtryk på HD-studiet og disse udtryk vil derfor blive forklaret i en fodnote, eller i et separat afsnit i opgaven.

Ligeledes forudsættes det, at opgavens læser har kendskab til regnskaber og at opgaven ligeledes vil henvende sig til almindelige regnskabsbrugere og regnskabsudøvere.

Regnskabsudøvere og regnskabsbrugere defineres til:

- Realkreditinstitutter og pengeinstitutter
- Investorer
- Revisorer
- Ejendomsmæglere
- Virksomheder med investeringsejendomme

Opgavens hovedemne er investeringsejendomme. Domicilejendomme, handelsejendomme, ejendomme under opførelse og øvrige kategorier af ejendomme vil derfor ikke blive behandlet i opgaven. Ligeledes vil ejendomme, som er leaset eller lejet heller ikke blive inkluderet i opgaven. Der vil derfor ikke blive taget hensyn til forhold omkring operationel eller finansiel leasing i forbindelse med investeringsejendomme.

Som tidligere nævnt er opgavens hovedemne investeringsejendomme og en vurdering af korrekt indregning heraf. Tidligere nævnt er der foretaget en afgrænsning fra handelsejendomme, domicilejendomme og øvrige kategorier af ejendomme og ligeledes, vil der ikke blive foretaget en behandling af blandet benyttet ejendomme. Opgaven vil derfor kun fokusere på erhvervsvejendomme. Årsagen hertil er, at der kan være forskellige afkastkrav, risikovillighed mm.

Det er i de ovenstående afsnit ligeledes nævnt at opgaven vil tage udgangspunkt i årsregnskabsloven (ÅRL). I opgaven vil der ligeledes blive draget sammenligning til IAS, da årsregnskabsloven har visse paralleller hertil. Dog vil der i opgaven afgrænses fra FASB, da dette er internationale regnskabstandarder.

Som i det ovennævnte afgrænses der fra FASB og tages udgangspunkt i ÅRL. Derfor vil der ligeledes kun tages udgangspunkt i virksomheder, som har regnskabsaflæggelse efter årsregnskabsloven, altså virksomheder som følger speciallovgivning, samt fonde, foreninger mm., vil ikke blive behandlet i denne opgave.

I forhold til investeringsejendomme kan der være specielle skattemæssige og momsmæssige spørgsmål. Der vil i denne opgave ikke blive taget højde for eventuelle skattemæssige og momsmæssige problemstillinger i forhold til investeringsejendommene. Disse udelades, da det ikke vurderes at de vil have en effekt i forhold til indregningen af ejendommene.

Opgaven vil ligeledes tage udgangspunkt i den gældende årsregnskabslov på afleveringstidspunktet. Ændringer og reguleringer til lovgivningen vil kunne diskuteres til en mundtlig eksamen.

I forhold til indregningen af investeringsejendomme er der forskellige metoder til indregningen heraf. Angående indregningsmodeller som omvurderingsmodellen og kostprismodellen vil disse ikke blive behandlet i opgaven. Kostprismodellen vil dog blive behandlet indledningsvis til i opgaven, men udelukkende til at beskrive investeringsejendomme og den regnskabsmæssige behandling heraf. Opgaven vil udelukkende behandle dagsværdimetoden, da investeringsejendomme indregnes efter dette princip.

Der er mange regnskabsmæssige problemstillinger i form af omstrukturering, salg af ejendomme, ændring af anvendt regnskabspraksis, ændring af ejendomsstypen. Disse vil dog ikke blive behandlet i opgaven. Der foretages afgrænsning herfra, da dette vil fjerne fokus fra problemformuleringen og det vurderes ikke at have en betydning for indregningen af investeringsejendomme på opgørelsestidspunktet.

Der er ligeledes mange sager angående regnskabsmanipulation og besvigelser. I opgaven vil der ikke blive taget højde herfor, da dette er et andet emne og det forudsættes, at de forkert indregnede ejendomme ikke er et resultat af besvigelser eller regnskabsmanipulation.

1.4 Metode

I ovenstående afsnit er hypotesen blevet afgrænset. Således at der vil være et mere konkret fokus i opgaven for at kunne be- eller afkræfte hypotesen, som er defineret i ovenstående.

Dette afsnit vil blive benyttet til at beskrive hvilken videnskabelig metode, som vil blive anvendt for at besvare problemformuleringen og, som er med til at sikre validiteten af konklusionen.

I forbindelse med valg af metode skal opgavens formål fastlægges, da dette er styrende for tilgangen til opgaven.¹¹

I Ib Andersens ”Den skinbarlige virkelighed” oplistes der fem forskellige formål¹²:

- Beskrivende

¹¹ Ib Andersen, ”Den skinbarlige virkelighed”, side 16

¹² Ib Andersen, ”Den skinbarlige virkelighed”, side 21

- Eksplorativ, problemidentificerende og diagnosticerende undersøgelser
- Forstående og forklarende formål
- Problemløsende/normative undersøgelse
- Den interventionsorienterede undersøgelse

Er opgavens formål beskrivende, vil den selvsagt beskrive et emne¹³.

En eksplorativ, problemidentificerende og diagnosticerende opgave vil tage udgangspunkt i at udforske et problem, hensigten hermed vil være at frembringe interessante spørgsmål, som kan undersøges nærmere¹⁴.

En forstående og forklarende opgave vil forsøge at forstå og forklare et givent problem, og opgaven vil ligge vægt på at skabe nye forståelses rammer og nye fortolkninger¹⁵.

Den problemløsende normative opgave vil tage skridtet videre og forsøge at komme med en løsning på det givne problem¹⁶.

En interventionsorienteret opgave kræver, at der vendes tilbage til et felt som tidligere er undersøgt og forsøger at gennemføre et eller flere forslag som kan løse problemet.¹⁷

Denne opgave vil have det primære formål, at være problemidentificerende. Opgaven vil belyse de problemstillinger som er ved indregningen af investeringsejendomme, samt undersøge om der er sammenhæng mellem gældsandelen i investeringsejendomme og investeringsejendommens indregnede værdi. De ovennævnte formål er indlejret i hinanden jf. nedenstående figur 1.3:

¹³ Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed", side 21

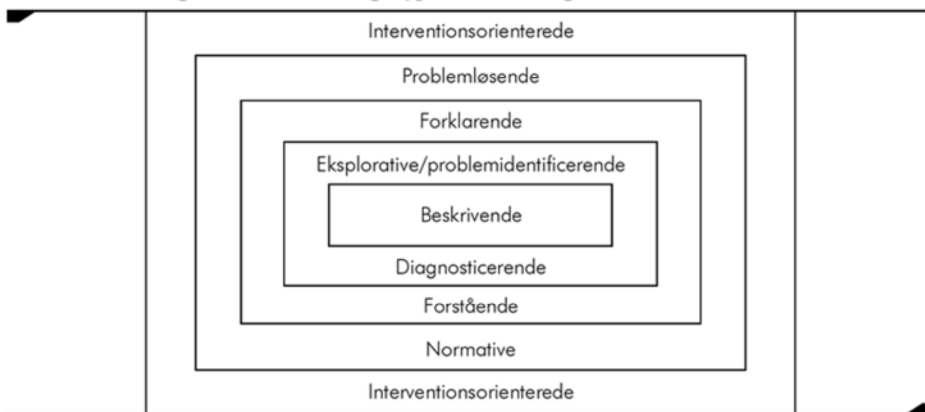
¹⁴ Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed", side 22

¹⁵ Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed", side 23

¹⁶ Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed", side 23

¹⁷ Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed", side 24

Skematisk oversigt over de forskellige typer af undersøgelsesformål



Figur 1.3: Kilde: Ib Andersen "Den skinbarlige virkelighed", side 23

Dermed bliver opgavens formål at identificere, om der er en sammenhæng mellem høje gældsforpligtelser tilknyttet investeringsejendomme og en høj indregnet værdi af investeringsejendomme, trods de lave markedsværdier, som følge af finanskrisen, samt at beskrive emnet investeringsejendomme.

Opgavens formål er derudover en færdiggørelse af HD-studiet og opgaven er derfor skrevet ud fra de retningslinjer, som er fastlagt af Aalborg Universitet for afsluttende opgaver.

1.4.1 Vidensproduktionsprocessen

I ovenstående afsnit er der fastlagt en hypotese, samt foretaget en afgrænsning af samme hypotese og der er foretaget en gennemgang af den valgte metode i opgaven. Dette afsnit vil blive benyttet til at gennemgå vidensproduktionsprocessen.

At producere og tilegne sig viden af noget som de fleste møder på daglig basis. Graden af den viden som produceres og tilegnes varierer, men har fælles karakteristika.

Eksempelvis hvis et almindeligt menneske støder på et problem eller spørgsmål, som ønskes besvaret eller belyst, vil personen grave ned i egne erfaringer, viden, søge på internettet mm.¹⁸ Det er den samme fremgangsmåde, som sker i forbindelse med projektskrivningen, dog er denne proces mere struktureret og bevidst.

¹⁸ Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed", side 25

Der er to metoder hvorpå man kan producere viden på. Disse to metoder er *den deduktive metode* og *den induktive metode*.

Den deduktive metode tager udgangspunkt i generelle principper for at konkludere på enkelte hændelser.¹⁹ Altså tages der med denne metode udgangspunkt i teorier for at kunne sige noget om et emne.

Den induktive metode tager derimod udgangspunkt i enkelte hændelser og forsøger at skabe en generel viden eller teori.²⁰

I denne opgave vil den induktive metode benyttes, da opgaven vil tage udgangspunkt i enkelte virksomheder og dermed forsøge at be- eller afkræfte hypotesen herigennem, og dermed forsøge at skabe en generel viden omkring indregningen af investeringsejendomme.

1.4.2 Dataindsamling

For at kunne besvare problemformuleringen vil der i opgaven blive anvendt indsamlet data. Dataen som vil blive benyttet i opgaven vil være af både kvalitativ og kvantitativ art. De kilder som vil blive benyttet vil primært være af sekundær art.

Dataen vil blive indsamlet gennemlæsning af artikler, bøger mm., samt indhentet ved gennemgang af statistik materiale.

Teorien som benyttes i den beskrivende del af opgaven vil danne grundlag for opgavens anden del, den analyserende del. Teorien vil i den beskrivende del af opgaven hovedsageligt være kvalitativ og bestå af lovgivning og regnskabsstandarder. Disse vil blive underbygget af regnemetoder, artikler mm.

Opgavens anden del, den analyserende del tager som nævnt i ovenstående udgangspunkt i teorien, som er gennemgået i den beskrivende del af opgaven. I forlængelse af teorien vil denne del af opgaven forsøge at besvare problemformuleringen, som er nævnt i afsnit 1.2.1. Udover teorien vil der tages udgangspunkt i statistikker og regnskaber, som en kvantitativ del af opgaven og for at understøtte de kvalitative data.

¹⁹ Ib Andersen "Den skinbarlige virkelighed", side 35

²⁰ Ib Andersen "Den skinbarlige virkelighed", side 35

1.4.3 Kildekritik

Kildematerialet i opgaven vil blive anvendt efter kildekritiske overvejelser. I opgaven vil der hovedsageligt blive benyttet teoribøger, faglige tidsskrifter. Disse har en høj validitet, dog vil der til at indsamle kvantitative data blive benyttet offentlige databaser, såsom Danmarks Statistik og andre databaser. Disse er også af høj validitet, men det er muligt, at der i disse kan forekomme bias på grund af en forkert dataopsamlingsmetode, et eksempel herpå kan være de forkerte værdisætninger fra SKAT.

Udover denne mulighed for bias i de offentlige databaser mm., anses det at data og teori i opgaven har en høj validitet.

1.5 Disposition

Dette afsnit har det formål at beskrive den fremgangsmåde, hvorpå hypotesen vil søges be- eller afkræftet igennem. Afsnittet vil således beskrive, hvorledes jeg vil komme fra hypotesen til konklusion og give en struktur over opgaven.

Som tidligere nævnt er opgaven opbygget i to hovedområder; en beskrivende del og en analyserende del.

I den beskrivende del vil læser blive introduceret til emnet, som ligger til grund for opgavens problemformulering. I denne del vil de indledende beskrivende afsnit være, som vil bruges til at beskrive emnet, samt den teori, som vil lægge til grund for den analyserende del i projektet.

Den beskrivende del vil som sagt indeholde teorier og lovgivning, som benyttes som grundlag for den analyserende del. Afsnittet vil tage udgangspunkt i en teoretisk tilgang til årsregnskabsloven, regnskabstandarder, såvel danske som internationale i forhold til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme.

Afsnittet vil blive benyttet til at give læser indsigt i regnskabsmæssige problemstillinger, som er på området investeringsejendomme og vil redegøre for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Den beskrivende del af opgaven vil ikke danne grundlag for den endelige konklusion, men være grundlag for den analyserende del i opgaven.

Efter dette afsnit vil læseren have opnået en relevant baggrundsviden, som vil danne grundlaget for den analyserende del i opgaven.

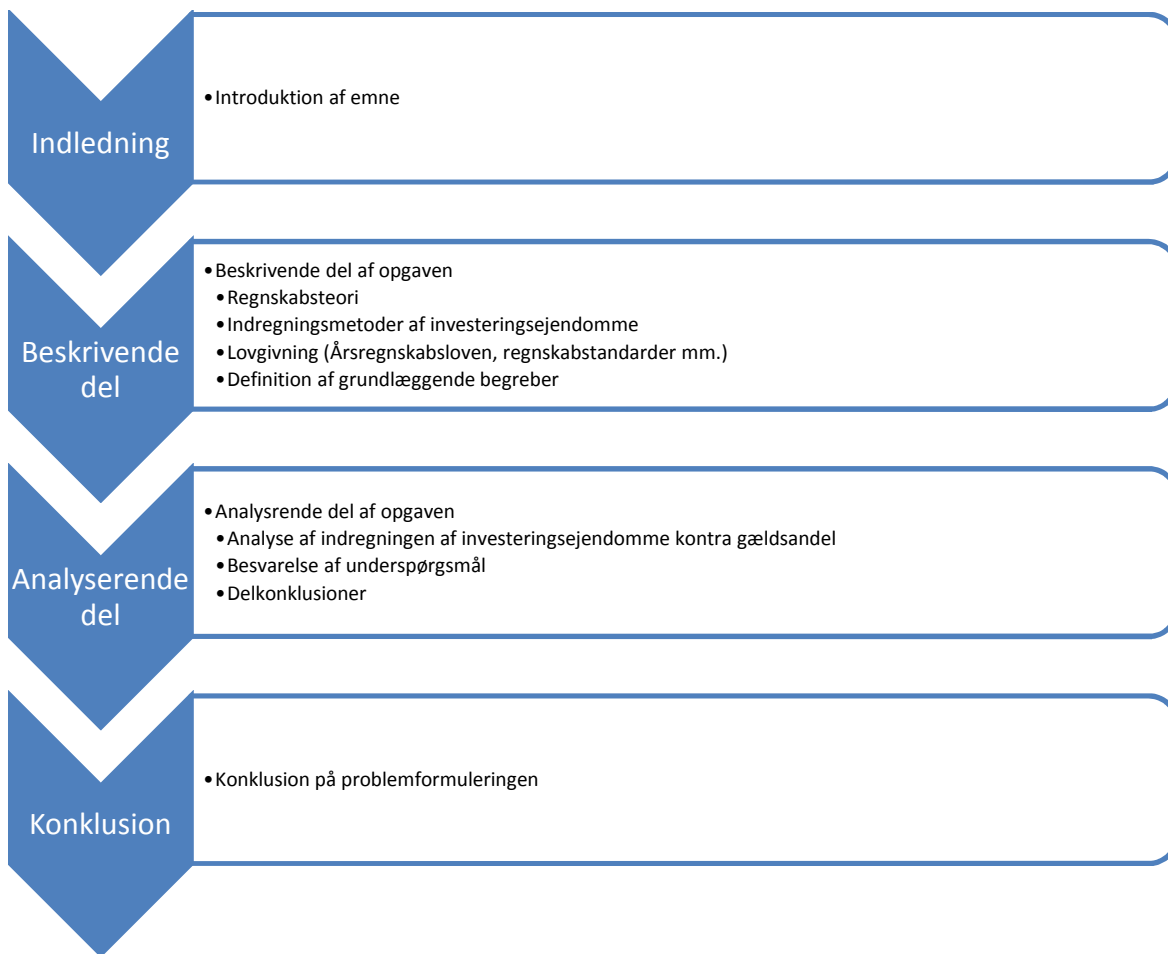
Den analyserende del af opgaven vil herefter blive benyttet til at svare mere konkret på hypotesen. Afsnittet vil benytte de ovennævnte punkter, som er beskrevet i den beskrivende del i opgaven.

Afsnittet vil dykke dybere ned i indregningen af investeringsejendomme og vil blive benyttet til at undersøge, om der er en sammenhæng mellem gældsandele i investeringsejendomme og investeringsejendommens indregnede værdi på baggrund af indsamlet datamateriale og dermed forsøge at be- eller afkræfte hypotesen.

Som det er beskrevet i afsnit 1.2.1, er der opstillet en række underspørgsmål. Disse skal hjælpe med at be- eller afkræfte på hypotesen. Disse spørgsmål vil løbende besvares i denne del af opgaven og der vil løbende blive givet delkonklusioner, for at samle op og gøre det lettere for læseren at overskue opgaven.

Afsluttende vil der i **den konkluderende del** af opgaven konkluderes på om hypotesen kan be- eller afkræftes. Der vil i afsnittet blive samlet op på de delkonklusioner som er givet løbende i det analyserende afsnit.

Nedenstående figur giver et overblik over opgaven:



Figur 1.4: Disposition

Kapitel 2 Regnskabsteori

I dette afsnit vil der blive redegjort for den anvendte regnskabsteori, som er på området for investeringsejendomme. Den indledende del af afsnittet vil blive brugt til at skabe en grundlæggende forståelse for emnet og de begreber som anvendes i opgaven.

Afsnittet vil derudover behandle området materielle anlægsaktiver, for at give en grundlæggende forståelse for emnet, samt definere en investeringsejendom og principperne og hovedreglerne for indregningen af investeringsejendomme i årsrapporter efter regnskabsstandarder og den gældende regnskabslovgivningen.

Afsnittet vil behandle følgende punkter:

- Grundlæggende regnskabsteorier
- Et retvisende billede
- Årsregnskabsloven
- Grundlæggende krav til årsrapporten

2.1 Grundlæggende regnskabsteori

For at kunne forstå principper for indregning og måling af værdier i årsrapporten er det nødvendigt at kende til de grundlæggende regnskabsteorier.

Regnskabsteoriene er grundlæggende for lovgivningen og fastsætter den begrebsramme som benyttes i årsregnskabsloven. Der findes to grundlæggende regnskabsteorier; *Den resultatorienterede regnskabsteori* og *den formueorienterede regnskabsteori*.²¹

Den grundlæggende forskel på de to teorier er, at den resultatorienterede regnskabsteori tager udgangspunkt i resultatopgørelsen, som værende den del af regnskabet der tillægges størst informationsværdi, mens den formueorienterede regnskabsteori tillægger balancen den største informationsværdi.²²

Den resultatorienterede regnskabsteori tager, som nævnt i det ovenstående, udgangspunkt i at resultatopgørelsen er den del af regnskabet, som giver den vigtigste informationsværdi. Der lægges

²¹ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

²² Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

derfor i denne teori fokus på indtjeningen og teorien benytter kostpriser som målepunkter. De balancemæssige poster får i denne teori sekundær betydning.²³

Den formueorienterede regnskabsteori tager modsat den resultatorienterede regnskabsteori udgangspunkt i balancen, som den del af årsregnskabet der giver den vigtigste informationsværdi. Overskuddet ifølge denne teori ses som fremgangen i nettoaktiver eller egenkapitalen og teorien benytter sig af markedspriser, eller dagsværdi som målepunkt.²⁴

Nedenstående afsnit benyttes til at gennemgå de to teorier, da disse danner grundlag for forståelsen af årsregnskabsloven, samt er nødvendige for at fastlægge for forståelsen af den senere analyse.

2.1.1 Resultatorienteret regnskabsteori

Denne teori ser virksomheden, som en transformationsproces.²⁵ Teorien beskrives på baggrund af en strøm af transaktioner, hvor konsekvenserne af disse transaktioner måles i resultatopgørelsen som indtægter, omkostninger og overskud. Den resultatorienterede regnskabsteori beskriver, indtægter omkostninger og overskud således:²⁶

$$\textit{Indtægter} = \textit{Salg}$$

$$\textit{Omkostninger} = \textit{Ressourceforbrug}$$

$$\textit{Overskud} = \textit{Indtægter} - \textit{Omkostninger}$$

Den væsentligste problemstilling i denne teori er at måle en periodes overskud af det ressourceforbrug, som er forbrugt til at skabe den samme periodes indtægter. Funktionen for balancen i denne teori er at den samler de ressourcer som ikke er forbrugt i perioden, det er i denne teori således vigtigt at der foretages periodisering, som en del af matchingprincippet. De indregnede aktiver og forpligtelser i balancen indregnes til kostpris.²⁷

²³ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

²⁴ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

²⁵ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

²⁶ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

²⁷ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

2.1.2 Formueorienteret regnskabsteori

Modsat den resultatorienterede regnskabsteori, tager den formueorienterede regnskabsteori udgangspunkt i balancen. Altså måles virksomhedens økonomiske aktiviteter i balancen i denne teori, dette gælder indtægter, omkostninger og overskud, da egenkapitalen viser en absolut værdi og overskuddet for perioden måles som fremgangen i egenkapitalens værdi. Den formueorienterede regnskabsteori beskriver indtægter, omkostninger og overskud således:²⁸

$$\text{Indtægter} = \text{Stigning i nettoaktiver/egenkapital}$$

$$\text{Omkostninger} = \text{Fald i nettoaktiver/egenkapital}$$

$$\text{Overskud} = \text{nettostigning i nettoaktiver/egenkapital}$$

Periodens balance viser værdien af de præstationer som har været i perioden, og vises som de ændringer der har været på aktiverne og passiverne for perioden. De indregnede værdier i balancen for den formueorienterede regnskabsteori indregnes efter dagsværdi.²⁹

2.2 Årsregnskabsloven

Dette afsnit vil blive benyttet til at gennemgå årsregnskabslovens grundlæggende begrebsrammer, samt de krav årsregnskabsloven stiller til årsrapporter. Afsnittet skal være med til at danne en grundlæggende forståelse for de indregningsmetoder, samt krav der er til investeringsejendomme og årsrapporter generelt.

Årsregnskabsloven begrebsramme giver herudover generelle retningslinjer for, hvordan en årsrapport skal udformes.

Årsregnskabsloven og IAS tager udgangspunkt i den formueorienterede regnskabsteori, hvor informationsværdien skabes i balancen. Denne teori tager udgangspunkt i at værdier måles til dagsværdi og historiske kostpriser er af sekundær betydning.³⁰

²⁸ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

²⁹ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

³⁰ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 42-44

2.2.1 Årsregnskabslovens anvendelsesområde

Grundlæggende finder årsregnskabsloven anvendelse for erhvervsdrivendes indsendelse af årsrapporter jf. årsregnskabslovens § 1.³¹ Årsregnskabsloven er opbygget omkring de internationale regnskabsstandarder IFRS og IAS.

De forhold som vil blive gennemgået i denne rapport er derfor kun i tilknytning til erhvervsdrivende.

2.2.2 Retvisende billede

Årsregnskabsloven er som nævnt i ovenstående bygget op omkring de internationale regnskabsstandarder IFRS og IAS. Der er ligeledes fastlagt begrebsrammer som skal understøtte generalklausulen i årsregnskabslovens § 11, om at årsregnskabet skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver og resultat på balancedagen.³² Begrebet ”et retvisende billede” stammer fra det engelske udtryk ”true and fair view”. Begrebet dækker over at årsregnskabet skal vise et reelt og sandt billede af virksomhedens aktiver, passiver, resultat og finansielle stilling mm.³³

Princippet om det retvisende billede er grundlæggende for behandlingen af aktiver og passiver og det er derfor fundet nødvendigt at specificere begrebet i dette afsnit.

2.2.3 Årsregnskabslovens begrebsrammer

Årsregnskabslovens generalklausul, altså lovens overordnede målsætning, er et retvisende billede jf. årsregnskabslovens § 11.³⁴ Årsregnskabslovens begrebsrammer er indført for at underbygge et retvisende billede, en retvisende redegørelse for ledelsesberetningen, præcisering af regnskabsbrugere og deres informationsbehov.³⁵

Der defineres i KPMG’s 7. udgave af indsigt i årsregnskabsloven 5 begrebsrammer for årsregnskabsloven:

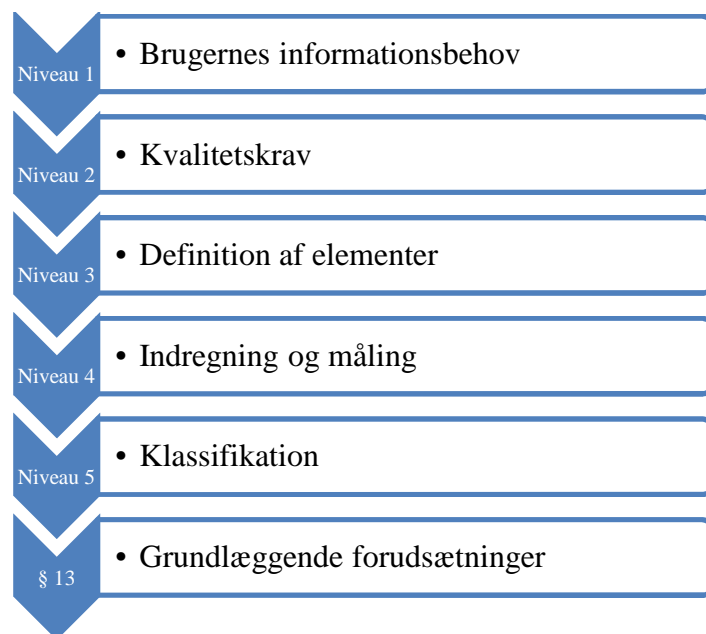
³¹ Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, side 154

³² Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, side 232

³³ Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, side 234 – 237

³⁴ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 48

³⁵ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 48



Figur 2.1: 5 begrebsrammer for årsregnskabsloven.³⁶

Figur 2 giver et overblik over de fem begrebsrammer som er defineret i KMPG – Indsigt i årsregnskabsloven.

Niveau 1 og Niveau 2 beskriver de informations behov brugerne af regnskaberne har, samt de kvalitetskrav som årsrapporterne skal opfylde. Formålet med årsrapporten er at give de brugere af regnskabet den finansielle eller ikke finansielle information om en virksomhed.³⁷ Derudover indeholder loven også kvalitetskrav til årsrapporten og de oplysninger, som gives i årsrapporten, baseret på det grundlæggende krav om et retvisende billede. Kravene er baseret på antagelser om regnskabsbrugers informationsbehov og skal markere årsrapportens formål.³⁸

Eksempelvis kan kvalitetskrav som pålidelighed, sammenlignelighed og relevans nævnes. Disse er ikke udtømmende, men beskriver at de oplysninger som afgives i årsregnskabet skal i et vidst omfang kunne efterprøves, være sammenlignelige (eksempelvis skal anvendt regnskabspraksis være uændret fra regnskabsår til regnskabsår), samt at de oplysninger som afgives i årsrapporten skal være relevante for regnskabsbruger og eventuelle beslutninger denne skal træffe.³⁹

³⁶ KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 53

³⁷ KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 53

³⁸ KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 53

³⁹ KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 54

Regnskabsbrugeren til det enkelte regnskab afhænger af virksomhedens art. Opgaven vil ikke komme nærmere ind på dette, da brugerne til denne opgave er defineret i afgrænsningen.

Niveau 3 definerer de grundlæggende elementer i balancen og resultatopgørelsen i årsrapporten. Det er således her at aktiver, passiver, indtægter og omkostninger defineres.⁴⁰

Niveau 4 omhandler indregningskriterier for de definerede elementer i niveau 3. Kravet for indregning af aktiver og passiver er, at værdien af disse skal kunne måles pålideligt på balancedagen.⁴¹ Udgangspunkter for indregningen af aktiver og passiver er kostpris. Dette afsnit vil blive yderligere behandlet senere i opgaven, da det vil have betydning for gennemgangen af indregning af investeringsejendomme i årsrapporten.

Niveau 5 omhandler klassifikationen af de i niveau 3 definerede grundlæggende elementer⁴². Dette afsnit vil ligeledes blive behandlet yderligere senere i opgaven, da dette vil være med til at definere et materielt aktiv, samt en investeringsejendom.

Årsregnskabslovens definitionsrammer er således blevet defineret. Gennemgangen i det ovenstående er overordnet og årsregnskabsloven er omfangsrig i forhold til krav til årsrapporter. Yderligere krav vil ikke blive kommenteret på i dette afsnit og vil i den efterfølgende del af opgaven udelukkende kommenteres på, hvis de er relevante for opgavens emne.

2.2.4 Grundlæggende forudsætninger

For at tilgodese regnskabsbrugers informationsbehov fastlægger begrebsrammen nogle grundlæggende forudsætninger, hvorefter årsrapporten skal aflægges⁴³. Disse grundlæggende forudsætninger er med til at sikre mere ensartede årsrapporter, som gør det lettere for regnskabsbruger et læse årsrapporten.

Der er ud fra begrebsrammen defineret ti grundlæggende forudsætninger i henhold til årsregnskabsloven § 13⁴⁴:

- Klarhed

⁴⁰ KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 55

⁴¹ KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 55

⁴² KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 56

⁴³ KPMG, "Indsigt i årsregnskabsloven", side 54-56

⁴⁴ Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, side 256

- Substans
- Væsentlighed
- Going Concern
- Neutralitet
- Periodisering
- Konsistens
- Bruttoværdi
- Formel kontinuitet
- Reel kontinuitet

Udarbejdelsen af virksomhedens årsrapport skal ske på baggrund af disse ti grundlæggende forudsætninger. Dette skal være med til at sikre, at de informationer, som medtages i årsrapporten er **relevante** for regnskabsbrugeren. Altså at de informationer, som vedrører de beslutninger, som regnskabsbrugeren skal træffe er medtaget i årsrapporten. Ligeledes skal de grundlæggende forudsætninger være med til at sikre **pålidelighed** og **sammenlignelighed**, hvilket vil sige at de medtagne informationer i årsrapporten i et vidst omfang kan efterprøves og at både regnskabsposter inden for samme kategori og årsrapporter for forskellige regnskabsår, samt forskellige virksomheder kan sammenlignes. Endeligt er de grundlæggende forudsætninger med til at sikre, at årsregnskabet er aflagt på **going concern** basis, hvilket vil sige at driften i virksomheden formodes at fortsætte.

De ovenstående forudsætninger er relevante for regnskabsbrugers beslutninger, som denne skal træffe.

Det forudsættes dog i opgaven at årsregnskaberne er aflagt på basis af going concern og de øvrige grundlæggende principper.

2.3 Sammenfatning

I det ovenstående er regnskabsteorier og årsregnskabsloven gennemgået. Det kan herudfra sammenfattes, at der er en fordel ved at årsregnskabsloven bygger på den formueorienterede regnskabsteori, hvor posterne i balancen er indregnet til dagsværdi, da dette giver dem fordel at regnskabsbrugeren tydeligt kan se de reelle værdier i virksomheden på statusdagen. Den

formueorienterede regnskabsteori giver dog også flere regnskabsmæssige skøn i årsregnskabet, eksempelvis ved vurdering af investeringsejendomme og periodiseringsposter.

Den resultatorienterede regnskabsteori giver den fordel, at indtægter og omkostninger først indregnes i resultatopgørelsen når de er realiseret i henhold til matchingprincippet. Det vil sige, at der ikke indregnes værdier, som senere hen skal reguleres, modsat den formueorienterede regnskabsteori.

Årsregnskabsloven definerer en begrebsramme, som skal skabe et grundlag for lovens general klausul "*et retvisende billede*". Disse begrebsrammer ligger til grundlag for nogle grundlæggende forudsætninger, hvorpå årsrapporten skal aflægges og de skal være med til at sikre, at regnskabsbrugeres informationsbehov afdækkes.

Kapitel 3 Investeringsejendomme

I ovenstående kapitler er grundlæggende regnskabsteori og årsregnskabsloven gennemgået. I dette kapitel vil materielle anlægsaktiver blive defineret, samt investeringsejendomme. Kapitlet vil ligeledes omhandle definition af dagsværdi, samt gennemgang af indregningen af investeringsejendomme og den tilknyttede gæld i årsrapporten.

Nedenstående punkter vil blive gennemgået i kapitlet:

- Definere materielle anlægsaktiver
- Beskrive den regnskabsmæssige behandling af materielle anlægsaktiver
- Definere en investeringsejendom
- Definere dagsværdi
- Beskrive hvorledes investeringsejendomme måles og indregnes i årsrapporten
- Beskrive hvorledes gældforpligtelser tilknyttet investeringsejendomme indregnes i årsrapporten

3.1 Definition af aktiver

I ovenstående afsnit er begrebsrammen til årsregnskabsloven gennemgået, samt hvad der forstås ved et retvisende billede. I begrebsrammens niveau 3 defineres de elementer, som indgår i årsregnskabets resultatopgørelse og balance og disse kan opdeles i fire emner:

- Indtægter
- Omkostninger
- Aktiver
- Passiver

Dette afsnit har til formål at definere et materielt anlægsaktiv på baggrund af årsregnskabslovens definition.

Årsregnskabsloven definerer et aktiv som:

”Ressourcer som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden”⁴⁵

Der vil i de nedenstående afsnit blive gennemgået hvad der menes med ”fremtidige økonomiske fordele”, ”under virksomhedens kontrol” og ”tidligere begivenheder” for at give en nærmere forståelse for, hvornår et aktiv bør indregnes ifølge årsregnskabsloven.

3.1.1 Fremtidige økonomiske fordele

For at et aktiv kan indregnes i henhold til årsregnskabsloven skal det generere fremtidige økonomiske fordele for virksomheden, altså skal aktivet genere en pengestrøm for virksomheden. Disse pengestrømme bør være positive og dette skal forstås således at aktivet bør genere indtægter til virksomheden, besparelser eller andre fordele i forbindelse med anvendelsen af aktivet.⁴⁶ De positive pengestrømme er forventede og vedrører derfor fremtiden.

3.1.2 Under virksomhedens kontrol

Et andet vigtigt krav for indregningen af et aktiv er, at aktivet skal være under virksomhedens kontrol. Med dette forstås det at virksomhedens skal have dispositionsretten til aktivet, altså kan virksomheden disponere over aktivet. Det er ikke afgørende om virksomheden har den juridiske ret til aktivet.⁴⁷

3.1.3 Tidligere begivenheder

Et tredje krav til indregningen af et aktiv er, at virksomheden skal have dispositionsretten over aktivet på balancedagen, altså udelukker denne del af definitionen aktiver, som forventes anskaffet i

⁴⁵ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 55

⁴⁶ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 222

⁴⁷ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 222-223

fremtiden. Aktiver som forventes anskaffet i fremtiden kan således ikke indregnes heller ikke selvom aktivet forventes at tilbringe virksomheden fremtidige økonomiske fordele.⁴⁸

3.2 Definition af materielle anlægsaktiver

Ovenstående definerer aktiver generelt. Dette omfatter alle aktiver, som er oplyst i virksomheden balance. Yderligere kan aktiver deles op i anlægsaktiver og omsætningsaktiver.

Anlægsaktiver defineres i årsregnskabslovens som aktiver, der er bestemt til vedvarende brug og eje for virksomheden.⁴⁹ Omsætningsaktiver defineres ved, at være aktiver som ikke er anlægsaktiver og eksempler herpå kan være debitorer, likvider mm. Altså der er ved omsætningsaktiver tale om aktiver som besiddes med henblik på videre salg, eller forbrug i virksomhedens driftscyklus og de forventes realiseret inden for 12 måneder efter balancedagen mm.⁵⁰

Anlægsaktiver defineres derved, som et aktiv til vedvarende brug og eje for virksomheden. Der kan nævnes tre typer af anlægsaktiver:

- Immaterielle anlægsaktiver
- Materielle anlægsaktiver
- Finansielle anlægsaktiver

Immaterielle anlægsaktiver er anlægsaktiver defineres som:

”Et identificerbart, ikke monetært aktiv uden fysisk substans til brug ved fremstilling eller levering af varer eller tjenesteydelser til udlejning til andre eller til administrative formål”⁵¹

Finansielle anlægsaktiver er anlægsaktiver, som er karakteriseret ved at være tilknyttet forskellige arter af fordringer, eksempelvis aktier, obligationer, pantebreve mm.⁵² Disse to typer af anlægsaktiver vil ikke blive behandlet yderligere og er kun oplyst i dette afsnit for at kunne redegøre for de forskellige typer af anlægsaktiver, samt for at kunne redegøre for materielle anlægsaktiver.

⁴⁸ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 223

⁴⁹ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 193

⁵⁰ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 194

⁵¹ Jens O. Elling ”Finansiell rapportering – teori og regulering”, side 229

⁵² KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 614

Den sidste type af et anlægsaktiv er et materielt anlægsaktiv.

”Materielle anlægsaktiver defineres som fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktion eller distribution af varer eller tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller administrative formål, og som forventes anvendt i mere end en regnskabsperiode.”⁵³

3.2.1 Regnskabsmæssig behandling af materielle anlægsaktiver ifølge årsregnskabsloven

Som det ses i ovenstående defineres et materielt anlægsaktiv som fysiske aktiver. Eksempler herpå kan være maskiner, biler, produktionsanlæg, bygninger mm. Det er under kategorien materielle anlægsaktiver vi finder bygninger, som i visse tilfælde klassificeres som værende investeringsejendomme, dette vil blive uddybet i næste afsnit.

Hvorledes bliver materielle anlægsaktiver så behandlet regnskabsmæssigt ifølge årsregnskabsloven?

Ifølge årsregnskabsloven skal et materielt anlægsaktiv indregnes i balancen, når det er sandsynligt at virksomheden vil få en fremtidig økonomisk fordel af aktivet. Derudover er kravet for indregningen af aktivet, at risikoen skal være overgået til virksomheden.⁵⁴

Materielle anlægsaktiver skal ved første indregning måles til kostpris.⁵⁵ Kostprisen skal indeholde de omkostninger som er forbundet med anskaffelsen af aktivet. Herefter foretages der afskrivning på aktivet over den forventede brugstid⁵⁶ herfor, modregnet eventuel scrapværdi⁵⁷.

Ovenstående regnskabsmæssig behandling finder sted på materielle anlægsaktiver, som er defineret i ovenstående. Men i visse tilfælde er der tale om investeringsaktiver, altså aktiver som virksomheden foretager investering i med henblik på et langsigtet afkast og der gælder dermed andre regler for hvorledes disse skal behandles regnskabsmæssigt. Et eksempel herpå kan være ejendomme. I nedenstående afsnit vil det blive beskrevet hvorledes en investeringsejendom vil defineres.

⁵³ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 213

⁵⁴ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 213

⁵⁵ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 218

⁵⁶ Den periode, hvor virksomheden forventer at drage økonomiske fordele af aktivet – *Revisorhåndbogen 2012*

⁵⁷ En vurderet værdi, som aktivet har efter endt brugstid.

3.3 Definition af investeringsejendomme

I ovenstående kapitalen blev et materielt anlægsaktiv defineret, samt blev den regnskabsmæssige behandling af disse i grove træk opridset.

Dette afsnit vil blive brugt til at definere investeringsejendomme. I afsnittet vil det ligeledes blive gennemgået, hvorledes investeringsejendomme behandles regnskabsmæssigt.

Der findes forskellige typer af ejendomme:

- Domicilejendomme
- Handelsejendomme
- Ejendomme under opførelse
- Investeringsejendomme

Disse ejendomme vil i det næste blive gennemgået, for at give en bedre forståelse for, hvornår man skelner mellem om en ejendom er en domicilejendom, en handelsejendom, en ejendom under opførelse og en investeringsejendom.

De øvrige typer af ejendomme, som domicilejendom, handelsejendom og ejendomme under opførelse vil ikke blive behandlet yderligere i denne opgave.

Domicilejendom

Domicilejendomme er ejendomme, som anvendes af virksomheden til administration, produktion eller i forbindelse med salg af varer og tjenesteydelser.⁵⁸ Det er altså den ejendom hvor virksomheden har sin daglige drift. Ejendommen er ikke anskaffet med det formål, at den skal udlejes eller sælges, men med det formål at virksomheden kan have sin daglige drift i den.

Disse ejendomme behandles som materielle anlægsaktiver ifølge regnskabsvejledning 10 og 16. Ejendommen indregnes til anskaffelsessummen og afskrives over brugstiden.⁵⁹

⁵⁸ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16.5a

⁵⁹ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16.5a

Handels ejendomme

Handelsejendomme er ejendomme som er købt eller opført med henblik på videresalg, inden for en kortere årrække.⁶⁰ Dette er altså en ejendom som er anskaffe med henblik på hurtigt videre salg. Disse ejendomme behandles jf. regnskabsvejledning 16 som varebeholdninger.

Ejendomme under opførelse

Ejendomme under opførelse er en ejendom, som endnu ikke er færdig opført. Ifølge regnskabsvejledning 16 kan en ejendom ikke behandles, som en investeringsejendom før denne er færdigopført, uanset som ejendommen efterfølgende vil blive en investeringsejendom. Derfor behandles disse ejendomme som materielle anlægsaktiver indtil de er færdigt opført. Herefter kan ejendommen overføres, som en investeringsejendom.⁶¹

Investerings ejendomme

I de ovenstående er tre typer af ejendomme gennemgået; domicilejendomme, handelsejendomme og ejendomme under opførelse. Hvorledes bliver en investeringsejendom så defineret? Ifølge regnskabsvejledning 16, bliver en investeringsejendom defineret på følgende måde:

”Investerings ejendomme er investering i grund, bygninger, en del af en bygning eller både i grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende afkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg”⁶²

Regnskabsvejledning 16 definerer altså investeringsejendom, som grunde og/eller bygninger, hvori der er foretaget investering med henblik på fremtidig afkast. Dette afkast kan bestå af lejeindtægter fra udlejning af ejendommen, fratrukket de omkostninger forbundet med udlejningen og det kan bestå af kapitalgevinst ved salg af ejendommen.⁶³

⁶⁰ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16.5b

⁶¹ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

⁶² Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

⁶³ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

Eksempelvis kan investeringsejendomme være:⁶⁴

- Ejendomme, som er ejet med henblik på langsigtet gevinst
- Ejendomme, hvor anvendelsen endnu ikke er fastlagt
- Ejendomme, som er finansielt leaset og videre udlejet som operationel leasing
- Ejendomme, som er tomme, men ejet med henblik på udlejning

Altså kan det ses at grundlæggende er kravet at ejendomme, som kan defineres som investeringsejendom skal ejes med henblik på afkast. Derved kan domicilejendomme, ejendomme opkøbt med henblik op videre salg i løbet af kort tid, samt ejendomme underopførsel for tredjemand ikke betegnes som investeringsejendomme.⁶⁵

Beslutningsdiagram

For at skabe et overblik over hvordan man skelner mellem de fire ejendomstyper og hvilke regnskabsvejledninger, som benyttes til behandlingen af disse er der udarbejdet et beslutningsdiagram jf. bilag 1.

Beslutningsdiagrammet skal udelukkende ses, som en vejledning til, hvorledes der skelnes mellem ejendomstyper, samt give et overblik over de forskellige regnskabsvejledninger som der er henvist til i de ovenstående afsnit.

3.3.1 Indregning i årsrapporten

I det ovenstående er investeringsejendomme blevet defineret, men hvorledes indregnes disse i årsrapporten. I dette afsnit vil indregningen af investeringsejendomme i henhold til årsregnskabsloven og regnskabsvejledningerne blive gennemgået.

Tidspunktet for indregningen af investeringsejendomme gælder det samme, som indregning af materielle anlægsaktiver, altså tidspunktet, hvor fordele og risici er overgået til virksomheden.⁶⁶ Når risici og fordele i forbindelse med ejerskabet af ejendommen er tilfaldet den pågældende

⁶⁴ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

⁶⁵ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

⁶⁶ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

virksomhed, indregnes ejendommen til kostpris. Undtagelsen er dog at, ved egenopførte investeringsejendomme indregnes ejendommen til dagsværdi ved første indregning. Efterfølgende måling af investeringsejendomme skal ske til dagsværdi.⁶⁷ Det vil sige at der hvert år skal der foretages en vurdering af investeringsejendommens dagsværdi og der herefter skal foretages en værdiregulering af ejendommen. Værdireguleringen af ejendommen føres over resultatopgørelsen.

Denne del af årsregnskabsloven er en særregel for virksomheder der har investering som hovedaktivitet.⁶⁸ Det vil sige at for at virksomheden kan anvende årsregnskabslovens regler for indregning af investeringsejendomme, skal virksomhedens hovedaktivitet være investeringsaktivitet jf. årsregnskabslovens § 38. Dette skal ses i kontrast til regnskabsvejledning 16, som mener at indregning af investeringsejendomme skal ske til dagsværdi, hvor det i årsregnskabsloven en mulighed som kan til vælges i rammebestemmelsen § 38.

3.3.2 Gældsforpligtelser tilknyttet investeringsejendomme

Indregningen af investeringsejendomme skal jf. ovenstående afsnit ske til dagsværdi jf. årsregnskabslovens § 38. Det præciseres i årsregnskabsloven, at anvendelsen af princippet for måling (dagsværdi) skal være konsekvent og systematisk. Dette betyder at valget af måling efter årsregnskabslovens § 38, skal ske for en samlet gruppe aktiver og de dertilhørende forpligtelser. Dette betyder at tilvalget af bestemmelse jf. § 38 skal ske på samtlige investeringsejendomme, samt de gældsforpligtelser som er tilknyttet til ejendommene.⁶⁹

De dertilhørende forpligtelser i ejendommen skal, altså ligeledes måles til dagsværdi, ved indregningen i årsregnskabet. Reguleringen af forpligtelsen føres ligeledes over resultatopgørelsen.⁷⁰

3.3.3 Definition af dagsværdi

I det ovenstående er investeringsejendomme defineret, samt er det gennemgået, hvorledes en investeringsejendom og den tilknyttede gæld i ejendommen, skal behandles regnskabsmæssigt. Både ejendommen og gældsforpligtelsen indregnes til dagsværdi.⁷¹

⁶⁷ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

⁶⁸ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 225

⁶⁹ Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, side 434

⁷⁰ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 226

Men hvorledes defineres en dagsværdi? Jf. Regnskabsvejledning 16 defineres dagsværdi på følgende måde:

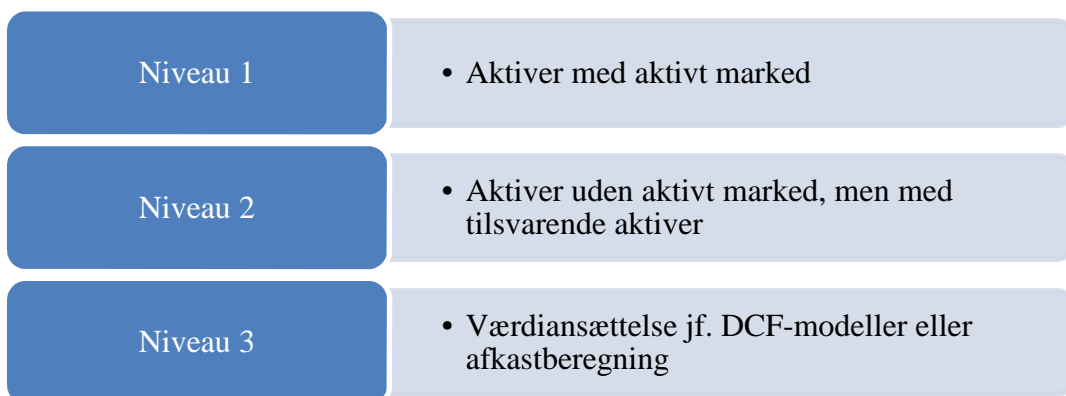
”Dagsværdi er det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter.”⁷²

Dagsværdi fastsættes altså jf. regnskabsvejledning til en forventning om en handelsværdi af ejendommen mellem to uafhængige parter.

3.3.4 Fastsættelse af dagsværdi

Hvorledes skal denne dagsværdi så fastsættes? Der er forskellige metoder, hvorpå dagsværdien af en investeringsejendom kan fastsættes.

Ifølge KPMG Indsigt i årsregnskabsloven kan målingen af dagsværdi inddeles i tre niveauer efter IAS 40.45 og 40.46:



Figur 3.1: Opgørelse af dagsværdi⁷³

Det første niveau benyttes til værdiansættelse af aktiver med et aktivt marked. Dette er et marked for nøjagtigt tilsvarende aktiver, hvor målingen kan tage udgangspunkt i.⁷⁴

Det næste niveau er for aktiver uden et aktivt marked. Her kan fastsættelsen af dagsværdi tage udgangspunkt i tilsvarende aktiver eller seneste markedstransaktioner.⁷⁵

⁷¹ Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, side 434

⁷² Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

⁷³ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 227

⁷⁴ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 227

Det sidste niveau er for aktiver hvor der ikke findes tilsvarende aktiver. På dette niveau anvendes der bestemte modeller såsom DCF-modeller eller afkastberegninger til at fastsætte dagsværdien for aktivet.⁷⁶

Det er ofte niveau 3, som benyttes til at fastsætte dagsværdien på investeringsejendomme, da der er mange faktorer som spiller ind på vurderingen af en ejendom og det kan eksempelvis være svært at finde en tilsvarende ejendom, som dagsværdien kan vurderes ud fra.⁷⁷

Når dagsværdien af en investeringsejendom gøres op, skal aktivets værdi vurderes ud fra de forhold som eksisterer på balancedagen i henhold til IAS 40. Det vil sige at der ikke skal tages hensyn til fremtidig indtjening, forventet vedligeholdelse eller forbedringer på ejendommen⁷⁸.

Erhvervsstyrelsen har i et notat af 3. april 2009 skrevet, at ejendommen skal vurderes ud fra de faktiske forhold på balancedagen. Det vil sige at vurdering af tredjemand, eksempelvis ejendomsmægler ikke kan lægge til grund for vurdering af dagsværdien og dermed indregningen af investeringsejendommen i virksomhedens årsregnskab. Erhvervsstyrelsen mener, at en vurdering fra tredjemand vil inddrage fremtidige investeringer, hvorfor denne ikke findes relevant og ikke opfylder kravet om målingen af investeringsejendommens dagsværdi i henhold til IAS 40.⁷⁹

Erhvervsstyrelsen påpeger ligeledes i notatet at en anden metode som benyttes til måling af dagsværdien på investeringsejendomme er den afkastbaserede model.⁸⁰ Denne model vil blive gennemgået senere.

3.4 Sammenfatning

I ovenstående afsnit er et aktivt defineret, som en ressource, der er under virksomhedens kontrol og som et resultat af tidligere begivenheder og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden. Definitionen af et aktiv er ligeledes gennemgået for at klarlægge, hvad der forstås ved ”under virksomhedens kontrol”, ”et resultat af tidligere begivenheder” og ”fremtidige økonomiske fordele”.

⁷⁵ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 227

⁷⁶ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 227

⁷⁷ Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven, side 438

⁷⁸ KPMG, ”Indsigt i årsregnskabsloven”, side 227

⁷⁹ Notat fra Erhvervsstyrelsen 3. april 2009

⁸⁰ Notat fra Erhvervsstyrelsen 3. april 2009

Ud fra definitionen på et aktiv er det blevet fastlagt, hvad der forstås ved et materielt anlægsaktiv og hvorledes disse skal behandles i årsregnskabet i henhold til årsregnskabsloven.

Herefter er en investeringsejendom blevet defineret, samt tre øvrige ejendomstyper (domicilejendomme, handelsejendomme og ejendomme under opførelse) er blevet nævnt og det er ligeledes gennemgået, hvordan investeringsejendomme efter særregler i årsregnskabsloven skal behandles i årsregnskabet i forhold til indregning og måling, samt hvorledes investeringsejendomme skal behandles ifølge regnskabsvejledningen. Det er blevet gennemgået, at investeringsejendomme ved første indregning, indregnes til kostpris og efterfølgende indregnes ejendommen til dagsværdi. Årsregnskabsloven fremsætter et krav, at valget af måling skal ske konsekvent og systematisk. Det vil sige, at gældsforpligtelserne til knyttet investeringsejendomme ligeledes skal indregnes til dagsværdi.

Afsnittet har derudover behandlet målingen af investeringsejendomme til dagsværdi og defineret begrebet dagsværdi. Der er blevet belyst tre niveauer for, hvordan målingen af dagsværdi kan finde sted og blevet præciseret at opgørelsen af dagsværdi for investeringsejendomme oftest sker ud fra DFC-modeller eller afkastberegninger.

Erhvervsstyrelsen har som følge af finanskrisen haft fokus på dette område og oplever at målingen af dagsværdi er sket ud fra tredjemands vurdering, hvilket ikke er i overensstemmelse med IAS 40.

Kapitel 4 Metoder til vurdering af investeringsejendomme

I ovenstående kapitler er regnskabsteorier og årsregnskabsloven gennemgået. Kapitlerne har ligeledes behandlet definitioner på aktiver, materielle anlægsaktiver og investeringsejendomme. Kapitel 3 er blevet benyttet til nærmere at præcisere en investeringsejendom, samt indregning og måling af denne i årsregnskaber efter årsregnskabsloven.

Dette kapitel vil blive benyttet til at gennemgå de metoder, der er for vurdering af investeringsejendomme og dagsværdien af disse, samt belyse de problemstillinger som kan forekommer i forbindelse med vurderingen af investeringsejendommenes dagsværdi og problemstillingerne ved de forskellige metoder.

Dette vil blive benyttet i den senere analyse.

Kapitlet vil omhandle følgende punkter;

- Beskrive, samt give eksempler på DFC-modellen til vurdering af investeringsejendomme
- Beskrive, samt give eksempler på afkastberegninger til vurdering af investeringsejendomme
- Beskrive fordele og ulemper ved DFC-modellen og afkastberegninger, samt hvordan de påvirker regnskabet
- Beskrive de problemstillinger som opstår i forbindelse med vurdering af investeringsejendomme

4.1 Grundlæggende begreber

Inden der gives eksempler på DCF-modellen og afkastberegninger vil dette afsnit komme med grundlæggende begreber og forudsætninger, som ligger til grund for både DCF-modellen og afkastberegninger. Dette er fundet nødvendigt for at sikre en korrekt forståelse af de næste afsnit.

I afsnittet vil der blive redegjort for følgende begreber⁸¹:

- Håndtering af risici
- Forrentningskrav
- Diskonteringsrente

⁸¹ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

- Diskonteringsfaktor
- Markedsmæssige og specifikke risici

Der er mange faktorer, som kan påvirke det krav investor har til afkast på en investeringsejendom. Ligeledes er der forskellige måder, hvorpå disse risici håndteres. Målet med nedenstående gennemgang er at give et overblik over, hvilke faktorer som påvirker forrentningskravet, samt give en forklaring på hvad der menes med forrentningskravet.

Forrentningskrav

Grundlæggende for både DCF-modellen og afkastberegninger er at, i begge beregninger indgår et forrentningskrav. *Et forrentningskrav er afkast som investor får, som kompensation for de risici som er i forbindelse med investering i ejendommen.* Det vil sige, at når risiciene stiger vil forrentningskravet også stige.⁸²

Det forrentningskrav som benyttes i DCF-modellen eller afkastberegningerne, altså det forrentningskrav som investor af til sin investering, kan sammenlignes med afkastet fra en alternativ risikofri investering plus et risikotillæg. Forrentningskravet er ofte konstrueret ud fra en risikofri rente og en markedsrisikorente.⁸³

Diskonteringsrente og diskonteringsfaktor

Diskonteringsrenten er det nominelle forrentningskrav, som en investeringsejendom har, altså afkastkravet inklusiv inflation. Diskonteringsfaktoren for en ejendom er den tidsmæssige værdi af penge ved en given diskonteringsrente.⁸⁴

⁸² Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁸³ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav", side 7

⁸⁴ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav", side 7

Markedsmæssige risici

I forbindelse med investering i ejendomme er der, ligesom ved investering i andre aktiver, forbundet en række risici. De markedsmæssige risici er, risici forbundet med ændringer i markedet eller et svigtende marked, samt øvrige faktorer, som kan påvirke markedet for ejendomme.⁸⁵

Eksempelvis kan der nævnes følgende markedsmæssige risici:

- Lange transaktionsperioder
- Lejeindtægter
- Estimerings af forrentningskrav
- Beliggenhed
- Økonomiske forhold
- Lovændringer/reguleringer

Disse risici er alle med til at påvirke forrentningskravet som en investor kan have til afkastet på en investeringsejendom. I det nedenstående vil de markedsmæssige risici blive gennemgået.

Lange transaktionsperioder er en risiko, som påvirker forrentningskravet på en investeringsejendom, forstået på den måde, at lange transaktionsperioder gør, at ejendomme ikke hurtigt bliver omsat, sammenlignet med andre aktiver. Ejendommen skal gennemgås af køber, samt at køber skal kreditgodkendes, hvis denne er afhængig af ekstern part til at finansiere købet af ejendommen.⁸⁶

Lejeindtægter indgår, som en markedsmæssig risiko, da der kan være usikkerhed forbundet med fremtidige lejeindtægter. Markedslejen af afhængig af udbud og efterspørgsel på markedet, ligesom andre varer og det kan være vanskeligt at estimere en fremtidig leje, hvis markedet er usikkert.⁸⁷ Derudover kan der være usikkerhed ved lejeindtægter, hvis lejer ikke er en god betaler.

Forrentningskrav er en markedsmæssig risiko, da forrentningskravet fastsættes ud fra et afkast krav, som investor har til ejendommen. Det kan være vanskeligt at fastsætte dette forrentningskrav, hvis ikke der er god forståelse for investeringsmarkedet.⁸⁸

⁸⁵ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav", side 9

⁸⁶ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁸⁷ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁸⁸ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

Beliggenhed er en faktor, som ofte bliver påpeget af eksperter og medier som værende en væsentlig faktor for værdiansættelsen af en ejendom. Beliggenheden spiller da også en rolle, da visse områder er mere attraktive end andre. Usikkerheden ved beliggenheden kommer ved, at markedets opfattelse af en beliggenhed kan ændres over tid.⁸⁹

I forhold til de **økonomiske forhold** som en risiko, skal det forstås som de generelle økonomiske forhold på markedet.⁹⁰ Som eksempel kan det nævnes med finanskrisen, som har medført faldende beskæftigelse, lavere lønninger, samt konkurser for mange virksomheder. Dette bevirker, at virksomhederne/lejerne muligvis ikke vil have råd til at betale for en husleje som ligger omkring markedslejen.

Lovændringer og reguleringer vil ligeledes være en risiko forbundet med investeringsejendomme. En stram regulering af ejendomsmarkedet, samt ændringer i planlægningslove og udvidelser af byområder, kan være med til at øge risikoen.⁹¹

Specifikke risici

I det ovenstående er de markedsmæssige risici gennemgået. Der eksisterer dog også nogle specifikke risici som knytter sig til den enkelte ejendom. Der kan være mange risici forbundet med den enkelte ejendom, men i nedenstående er der oplyst nogle enkelte risici:

- Aftalerisiko
- Tomgang
- Omkostninger forbundet med ejendommen
- Lejestruktur

Ved **aftalerisiko** skal det forstås, at ejendommen kan være udlejet men lejer kan ikke betale huslejen, evt. som følge af arbejdsløshed o.lign.⁹²

⁸⁹ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁹⁰ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁹¹ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁹² Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

Tomgang er ligeledes noget, som kan være svært at forudse. Investeres der i en ejendom og fem år efter står den tom eksempelvis, fordi beliggenheden ikke længere er attraktiv. Tomgang over en længere periode kan være en stor omkostning for investor og udgør derfor en væsentlig risiko.⁹³

Omkostninger forbundet med ejendommen kan være administrationsomkostninger, vedligeholdelses omkostninger, hvor der kan være en usikkerhed omkring opgørelsen heraf vil også udgøre en risiko som kan påvirke forrentningskravet. Eksempelvis kan der komme uventede vedligeholdelsesomkostninger, som følge af eventuel skade på ejendommen.⁹⁴

Risikoen ved **lejestrukturen** skal forstås således, at der ses på hvem der udlejes til, samt om der er afbrydelser i lejeperioden. Ligeledes kan niveauet af lejen eksempelvis vise sig at være for lav. Dette vil især være en risiko i forhold til langtidslejekontrakter.⁹⁵

4.2 DCF-modellen

Som det er nævnt i kapitel 3, er der tre niveauer for fastsættelse af investeringsaktivers dagsværdi. Den måde hvorpå dagsværdien for investeringsejendomme ofte fastsættes er ved brug af DCF-modeller eller afkastberegninger.

Dette afsnit vil blive brugt til at gennemgå DCF-modellen, som er en forkortelse for *Discounted Cash Flow*-modellen. I afsnittet vil der blive lavet en beregning som eksempel på benyttelse af modellen.

Discounting Cash Flow, betyder diskontering af pengestrømme, altså en metode til at diskontere fremtidige pengestrømme til en nutidsværdi. DCF-modellen er således en metode, hvorpå det er muligt at måle fremtidige pengestrømme, oftest over en femårig periode, for en ejendom til en nutidsværdi og herud fra at fastsætte ejendommens værdi. DCF-modellen tager højde for den tidsmæssige værdi af penge, samt investeringsejendommen pengestrømme.⁹⁶

Til beregning af DCF-modellen er der to vigtige elementer, som skal fastlægges. Det ene er at identificere investeringens pengestrømme, og det andet er at estimere en passende

⁹³ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁹⁴ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁹⁵ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav"

⁹⁶ G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 407 og 412

diskonteringsfaktor, som er påkrævet for at kunne beregne nutidsværdien af investeringsejendommen.⁹⁷

I de nedenstående afsnit vil der blive foretaget en beregning og en gennemgang af DCF modellen. Afsnittet vil omhandle følgende områder⁹⁸:

- Identifikation af pengestrømme
- Estimering af diskonteringsfaktor
- Tilbagediskontering af pengestrømme
- Bestemmelse af terminalværdien
- Tilbagediskontering af terminalværdien
- Fastsættelse af investeringsejendommens værdi

Afsnittet medtages i opgaven da det vil blive brugt senere i analysen

4.2.1 Identifikation af pengestrømme

I forbindelse med identifikation af en investeringsejendoms pengestrømme er der to principper herfor:

- The actual cash-flow principle
- With/without principle

The actual cash-flow principle

The actual cash-flow principle er princippet om, at et cash-flow for en investeringsejendom skal måles på det tidspunkt, hvor den forekommer, altså på det tidspunkt hvor pengene faktisk modtages eller betales. Et andet vigtigt punkt i dette princip er det nominelle cash-flow, med dette menes der at der i fremtidige cash-flows for en investeringsejendom skal tages højde for inflationen. Der er dog visse tilfælde, hvor det ikke er muligt at estimere et nominelle cash-flow, enten på grund af hyperinflation eller svingende inflationsrater. I disse tilfælde benyttes det reelle cash-flow, altså

⁹⁷ G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 184

⁹⁸ Inspirationskilde: Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

cash-flowet uden inflation. Sidst men ikke mindst skal pengestrømmen for investeringsejendommen måles i samme valuta.⁹⁹

I denne beregning vil der dog blive taget højde for inflationen, da beregningsgrundlaget vil være danske ejendomme og inflationen i Danmark er stabil.

The with/without principle

The with/without principle er princippet om at relevante cash-flows, som opstår i forbindelse med en investeringsejendom, er de pengestrømme som er direkte forbundet med investeringsejendommen¹⁰⁰. Relevante cash-flows er pengestrømme vedrørende driften af investeringsejendommen medtaget omkostninger til investeringer:

Opgørelsen af pengestrømmen for investeringsejendommen ser således ud:

| |
|-----------------------------------|
| Pengestrømme vedr. ejendom |
| + Indtægter |
| - Omkostninger |
| - Investeringer |
| = Pengestrømme vedr. ejendom |

Figur 4.1: Pengestrømme vedrørende ejendom, egen produktion

Ovenstående viser, hvorledes pengestrømmene fra driften udregnes. Der tages ikke højde for pengestrømme vedrørende finansieringen.

4.2.2 Estimering af diskonteringsfaktoren

Diskonteringsfaktoren er, som nævnt i ovenstående den faktor, som tilbagediskonterer de fremtidige forventede pengestrømme til en nutidsværdi.

DCF-modellen er en langsigtet model, altså den benytter sig af budgetterede tal for en længere periode, som så bliver tilbage diskonteret.¹⁰¹ Da den netop er en langsigtet model skal der som

⁹⁹ G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 249-250

¹⁰⁰ G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 250-252

¹⁰¹ G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 412

nævnt i afsnittet om the actual cash-flow principle tages højde for inflationen, når der fastlægges en diskonteringsfaktor.

Til at fastlægge diskonteringsfaktoren benyttes CAPM (Capital Assets Pricing Model).¹⁰² CAPM svarer til en investors afkastkrav ved en alternativ investering. Formlen forklarer, at det forventede afkast på en investering er summen af to faktorer; *en risikofri rente og gevinst ved investering med risiko* og kan skrives på følgende måde:

$$R_i = R_F + (R_M - R_F) \times \beta_i$$

hvor:

R_i = Investors afkastkrav

R_F = Risikofri rente

$R_M - R_F$ = markedets risiko præmie

β_i = Systematisk risiko

CAPM viser et lineært forhold mellem afkastkrav og risiko, hvilket stemmer overens med redegørelsen af forrentningskravet, hvor er beskrevet at ved højere risiko på en investeringsejendom, kræves der et højere afkast.

4.2.3 Tilbagediskontering af investeringsejendommens pengestrømme til nutidsværdi

I de ovenstående afsnit er identifikation af pengestrømme og estimering af diskonteringsfaktoren vedrørende investeringsejendomme gennemgået. I dette afsnit vil det blive gennemgået, hvorledes de identificerede pengestrømme vedrørende investeringsejendommen tilbagediskonteres til nutidsværdi.

Det er nævnt i ovenstående afsnit at, ved identifikation en fremtidige pengestrømme vedrørende en investeringsejendom skal der tages højde for inflationen. Det vil sige, at når pengestrømmene skal tilbagediskonteres, skal det ske med den diskonteringsfaktor, som er fastlagt i ovenstående afsnit, da indtægter og omkostninger, som modtages i fremtiden må antages at være mindre værd end, hvis de blev modtaget i dag.

¹⁰² G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 335

Beregningen af nutidsværdien af pengestrømmende kan skrives således¹⁰³:

$$NPV(k, N) = -CF_0 + [CF_1 \times DF_1] + [CF_2 \times DF_2] + \dots + [CF_t \times DF_t] + \dots + [CF_N \times DF_N]$$

Ovenstående formel viser, at nutidsværdien for hvert budgetår beregnes og tilbagediskonteres, hvorefter nutidsværdien for de enkelte budget år lægges sammen og dermed får man den samlede nutidsværdi af pengestrømmende i budgetperioden. Denne nutidsværdi skal så benyttes til at opgøre dagsværdien af investeringsejendommen i henhold til DCF-modellen.

4.2.4 Bestemmelse af terminalværdien

DCF-modellen er en langsigtet model, hvor der foretages en budgettering af investeringsejendommens pengestrømme for en femårig periode, men da årsregnskabet for virksomheden skal aflægges på basis af going concern, må der foretages en beregning udover den femårige periode, denne værdi kaldes for **terminalværdien**.¹⁰⁴

Terminalværdien beregnes således:

$$T = \frac{PS_t}{(CAPM - INF)}$$

hvor:

T = Terminalværdien

PS_t = Pengestrømme på tidspunkt t

CAPM = Diskonteringsfaktoren

INF = Inflationsraten

4.2.5 Tilbagediskontering af terminalværdien

I ovenstående afsnit er det blevet beskrevet, hvorledes investeringsejendommens pengestrømme er tilbagediskonteret til nutidsværdi. Ligeledes skal terminalværdien tilbagediskonteres til nutidsværdi.

¹⁰³ G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 192

¹⁰⁴ G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 407

Dette gøres med nedenstående formel¹⁰⁵:

$$NPV(T) = \frac{T}{(1 - CAPM)^n}$$

hvor:

NPV(T) = Nutidsværdien af terminalværdien

T = Terminalværdien

CAPM = Diskonteringsfaktoren

n = Antal budgetterede år

4.2.6 Fastsættelse af investeringsejendommens værdi

I ovenstående kapitler er DCF-modellen blevet behandlet. Det sidste skridt i modellen er at finde værdien af investeringsejendommen. I dette afsnit vil det blive kommenteret, hvorledes vi kommer frem til investeringsejendommens værdi ud fra de beregninger som er foretaget i ovenstående afsnit, samt vil afsnittet indeholde et eksempel på beregningerne i de ovenstående kapitler.

Når beregningerne i det ovenstående kapitler er foretaget, findes investeringsejendommens værdi ved at lægge nutidsværdien af pengestrømmene og nutidsværdien af terminalværdien sammen.

Det kan beskrives i nedenstående formel:

$$INV = NPV(T) + NPV(k, N)$$

Eksempel

For at gøre ovenstående gennemgang af DCF-modellen mere overskuelig, er der udarbejdet et eksempel på en beregning af en investeringsejendoms værdi. Beregningen er kun til brug for forståelsen af ovenstående gennemgang og de oplyste tal heri er fiktive.

¹⁰⁵ Inspirationskilde: G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation", side 413-414

Som udgangspunkt er der udarbejdet et femårigt budget fra 2014 til 2018. Budgettet er udarbejdet således, at tallene for budget året 2014 er indsat i et Excel ark og tallene for de efterfølgende budget år er udarbejdet ud fra tallene i 2014, med højde for en inflation på 2 % jf. bilag 2

Jf. eksempel i bilag 2 er der udarbejdet en tiårig budgetperiode. Der udarbejdet et terminalår for at tage højde for going concern forudsætningen.

I bilag 2 er formlerne fra de ovenstående afsnit benyttet til at beregne terminalværdien, og nutidsværdierne af både pengestrømmende og terminalværdien.

Diskonteringsfaktoren er skønnet, da det udelukkende er benyttet til at skabe forståelse for DCF-modellen.

4.3 Afkastberegning - normalindtjeningsmetoden

I ovenstående afsnit er DCF-modellen gennemgået, samt er der givet et eksempel på en beregning af denne model for at vise, hvorledes en investeringsejendoms værdi kan beregnes ud fra denne model.

Dette afsnit vil blive benyttet til at gennemgå den anden metode, som er nævnt i kapitel 3 til fastsættelse af værdien på en investerings ejendom, nemlig afkastberegning.

Udover DCF-modellen er den mest gængse metode til at opgøre en investeringsejendoms dagsværdi er normalindtjeningsmetoden.¹⁰⁶ Denne metode benytter sig af ejendommens driftsafkast og et dertil tilknyttet forrentningskrav, denne metode er mere simpel end DCF-modellen, hvilket også kan være en forklaring på, at den oftere er benyttet i praksis.

Normalindtjeningsmetoden bygger, ligesom DCF-modellen, på nogle grundlæggende forudsætninger. En af forudsætningerne for at benytte normalindtjeningsmetoden er, at afkastet fra ejendommen forventes at være stabilt i en uendelig periode og, at forholdene medtaget i beregningen holdes konstante.¹⁰⁷

Beregningerne som ligger til grund for normalindtjeningsmetoden, er som nævnt i ovenstående simple og grundlaget for beregningen af normalindtjeningsmetoden kan opdeles i følgende punkter:

¹⁰⁶ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

¹⁰⁷ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

- Opgørelse af ejendommens driftsafkast
- Opgørelse af forretningskravet for ejendommen
- Opgørelse af ejendommens dagsværdi

De ovenstående punkter vil blive gennemgået i nedenstående for at give en grundlæggende forståelse for normalindtjeningsmetoden.

4.3.1 Opgørelse af investeringsejendommens driftsafkast

En ejendoms driftsafkast består af de lejeindtægter, som er forbundet med ejendommen og ligeledes de omkostninger, som er med til at understøtte driften af ejendommen. Driftsafkastet for ejendommen beregnes med udgangspunkt i den kommende 12 måneders periode.

En investeringsejendoms driftsafkast ifølge normalindtjeningsmetoden opgøres på følgende måde:

| Opgørelse af driftsafkast for ejendom |
|--|
| + Lejeindtægter |
| - Vedligeholdelsesomkostninger |
| - Administrationsomkostninger |
| - Driftsomkostninger |
| = Driftsafkast for ejendom |

Figur 4.2: Driftsafkast for ejendom ifølge normalindtjeningsmetoden¹⁰⁸

Jf. ovenstående tager beregningen udgangspunkt i den kommende 12 måneders periode, det vil sige at de **lejeindtægter** som benyttes i beregningen, er de lejeindtægter, som er i henhold til lejekontrakten for ejendommen. Det skal dog bemærkes, at hvis det vurderes at de lejeindtægter, som er i henhold til lejekontrakten afviger væsentligt fra markedslejen, skal markedslejen benyttes i stedet for, undtagelsesvist kan lejeindtægten fra lejekontrakten benyttes, hvis lejeren anses for at være solid og der foreligger en uopsigeligt langtidslejekontrakt. Dette skyldes at lejeren har bundet sig i en længere periode, hvor lejen ikke kan kræves nedsat.¹⁰⁹

Ved markedslejen forstås der den leje, som ejendommen skønnes til at kunne genudlejes til inden for en periode af seks måneder og fastsat ud fra senest indgåede lejekontrakter og leje for tilsvarende ejendomme. Markedslejen skal derudover tage hensyn til beliggenhed, størrelse på

¹⁰⁸ Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

¹⁰⁹ Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

ejendommen, typen af ejendom – herunder kvaliteten af ejendommen samt de aktiver, som indgår i ejendommen, eksempelvis køkken inventar mm., samt ejendommens vedligeholdelsestilstand. Er der tale om en ejendom, som virksomheden selv benytter, eller tilknyttede virksomheder benytter fastsættes markedislejen ud fra et skøn.¹¹⁰

De **vedligeholdelsesomkostninger** som skal indgå i beregningen for ejendommens driftsafkast skal være et udtryk for de gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger, der skal anvendes for at holde ejendommen i en normal tilstand. **Administrations** – og **driftsomkostninger** som indgår i beregningen er et udtryk for budgetterede eller estimerede omkostninger, som skal benyttes i driften for ejendommen over en 12 måneders periode.¹¹¹ Bemærk at der i beregningen af driftsafkastet for normalindtjeningsmetoden ikke indgår finansielle omkostninger for ejendommen, ligesom der ikke indgik finansielle omkostninger i DCF-modellen.

4.3.2 Opgørelse af forretningskravet

Når driftsafkastet for ejendommen er fastlagt, skal der for samme ejendom fastsættes at forretningskrav. Forretningskravet for en ejendom fastsættes ud fra et skøn, hvor der tages hensyn til ejendommens tilstand, beliggenhed, type af ejendom, lejekontraktens løbetid og øvrige forhold ved ejendommen, således at forretningskravet afspejler handler som er fundet sted på ejendomsmarkedet på vurderingstidspunktet.¹¹² Forretningskravet skal, som nævnt i afsnit 4.1 afspejle det afkast, som investor får for risiciene forbundet med investering i ejendommen.

4.3.3 Opgørelse af dagsværdi

Når driftsafkastet og forretningskravet er fastsat, kan dagsværdien for ejendommen opgøres. I visse tilfælde kan det ved opgørelsen af dagsværdien for ejendommen være nødvendigt at foretage en korrektion af den fundne dagsværdi, som er beregnet ud fra driftsafkastet og forretningskravet.

Disse reguleringer kan være, forudbetalinger og deposita, tomgang, merleje/mindreleje¹¹³, udskudte vedligeholdelsesomkostninger, udgifter til istandsættelse mv.¹¹⁴

¹¹⁰ Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

¹¹¹ Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

¹¹² Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

¹¹³ Mer- eller mindreleje er den forskel der er på markedislejen og lejeindtægter fra lejekontrakter

Når disse reguleringer er foretaget, kan dagsværdien for ejendommen beregnes som¹¹⁵:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkastet} \times 100}{\text{Afkastprocenten}}$$

Ud fra de ovenstående afsnit er der foretaget en beregning af normalindtjeningsmetoden for at illustrere metoden jf. nedenstående eksempel.

Eksempel

| Normalindtjeningsmetoden | |
|-----------------------------------|-------------------|
| | t.kr. |
| <i>Driftsafkast</i> | |
| Lejeindtægter (markedsleje) | 12.000,00 |
| Øvrige indtægter | 100,00 |
| Driftsomkostninger | -2.050,00 |
| Nettodriftsresultat | 10.050,00 |
| | |
| Forrentningskrav | 6% |
| | |
| Værdi af ejendom før reguleringer | 167.500,00 |
| | |
| <i>Reguleringer</i> | |
| Vedligeholdelsesomkostninger | -20.000,00 |
| | |
| Værdi af ejendom | 147.500,00 |

Figur 4.3: Normalindtjeningsmetoden, egen produktion

I eksemplet i figur 4.3 er de samme tal fra DCF-modellen benyttet. Der er i figur 4.3 medtaget et forrentningskrav på 6 %. Forrentningskravet svarer til diskonteringsrenten i bilag 2, uden inflation.

Der er i ovenstående eksempel taget højde for 20.000 t.kr. i vedligeholdelsesomkostninger, som der er budgetteret med DCF-modellen. Værdien af vedligeholdelsesomkostningerne i ovenstående eksempel er nutidsværdien heraf.

4.4 DCF-modellen vs. Normalindtjeningsmetoden

I dette kapitel er DCF-modellen og normalindtjeningsmetoden gennemgået. Der er i det ovenstående foretaget beregninger baseret på gennemgangen af de to metoder. Dette afsnit vil blive

¹¹⁴ Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

¹¹⁵ Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

brugt til at lave en sammenligning af de to metoder, samt belyse fordele og ulemper ved hver af metoderne.

DCF-modellen er som beskrevet i det ovenstående en metode, hvorpå det er muligt at estimere en dagsværdi for en investeringsejendom. Metoden bygger på tilbagediskonterede nutidsværdier af budgetterede pengestrømme over en årrække. Normalindtjeningsmetoden er ligeledes en metode, som kan benyttes til at estimere dagsværdien for en investeringsejendom, men denne metode benytter sig af et estimeret driftsafkast over en 12 måneders periode knyttet til et forrentningskrav.

Begge metoder har fordele og ulemper. DCF-metoden har klart den fordel, at dagsværdien for ejendommen baseres på en budgetteret periode. Dette gør, at modellen tager højde for fremtidige moderniseringer, men normalindtjeningsperioden er mere statisk, da beregningen bygger på en 12 måneders periode og derved ikke kan tage højde for fremtidig vedligehold. Det kan dog også ses som en ulempe, at dagsværdien beregnes ud fra en budgetteret periode, da der indgår flere skøn i sådan en vurdering og dermed flere usikkerheder. Det er dog klart, at DCF-modellen i stigende grad bliver anvendt til værdiansættelse af ejendomme.¹¹⁶

Normalindtjeningsmetoden er som sagt mere statisk og forudsætter dermed en konstant pengestrøm for ejendommen. Dette gør den mindre fleksibel og der kan dermed opstå en væsentlig forskel i forhold til ejendommens dagsværdi end den beregnede.

4.5 Sammenfatning

I dette kapitel er DCF-modellen til brug for beregning af investeringsejendommens værdi gennemgået. Kapitlet indeholder en gennemgang af grundlæggende faktorer, som skal være med i overvejelserne ved fastsættelsen af forrentningskravet. Der er i denne forbindelse mange faktorer, som skal overvejes, især angående de risici, som kan være i forbindelse med investeringsejendomme.

Dernæst bliver der i kapitlet gennemgået de grundlæggende beregninger, som skal medtages til beregningen af DCF-modellen. Beregninger for diskonteringsfaktoren, nutidsværdi af pengestrømme, terminalværdien, nutidsværdien af terminalværdien, samt beregningen af den

¹¹⁶ Ejendomsforeningen Danmark, 2006, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*, side 5

endelige værdi af investeringsejendommen er gennemgået og afsluttet med et eksempel, hvor de gennemgåede beregninger i kapitlet er benyttet.

Ligeledes er normalindtjeningsmetoden gennemgået i dette kapitel. De grundlæggende beregninger for metoden er gennemgået, samt der er foretaget en beregning på baggrund af gennemgangen af metoden.

Slutteligt i kapitlet er der foretaget en kort sammenligning af de to metoder.

Kapitel 5 Analyse af investeringsejendomme indregnet til dagsværdi og andelen af gæld bundet i ejendomme

I de ovenstående kapitler er årsregnskabsloven med henblik på indregning af investeringsejendomme og metoder til opgørelsen af dagsværdi af investeringsejendommen gennemgået. Disse kapitler danner grundlag for dette kapitel, hvor den analyserende del af opgaven vil blive udarbejdet.

Dette afsnit vil tage udgangspunkt i at belyse om, der er en generel tendens til for høj indregning af dagsværdierne på investeringsejendomme og hvis dette er tilfældet undersøge årsagerne hertil.

Analysen vil have sit grundlag i den beskrivende del af opgaven, som er gennemgået i de ovenstående kapitler og benytte den gennemgåede teori til at vurdere den indregnede værdi af investeringsejendomme. Til at gennemføre analysen er der udvalgt årsrapporter fra to danske ejendomsselskaber, hvor der indregnes investeringsejendomme.

Til brug for analysen vil det være interessant at se på udviklingen i de udvalgte ejendomsselskabers regnskaber, eller nærmere udviklingen i de indregnede ejendomme, udviklingen i gælden, samt udviklingen i ejendomsselskabernes omsætning og resultater. Udviklingen vil især være interessant at se på over perioden, hvor finanskrisen ramte, altså omkring 2008.

Der er derfor for de to selskaber indsamlet regnskaber for en periode fra 2005 til 2012 for at kunne se på udviklingen. Derudover vil der ligeledes blive set på gevinster og tab ved salg af ejendomme, da dette ligeledes kan have en indikation på om investeringsejendommene har været indregnet til en værdi, som ligger højere eller lavere end markedsværdien.

Følgende ejendomsselskaber er udvalgt til brug for analysen:

- Jeudan A/S
- DADES A/S

Inden der dykkes dybere ned i beregninger og tal for de to ejendomsselskaber skal det bemærkes, at de foretagne beregninger i nedenstående afsnit er foretaget ud fra en gennemsnitsbetragtning. Det har ikke været muligt at følge de enkelte ejendomme, og der er dermed ikke taget højde for

ændringer i værdiforskydninger på grundlag af ændringer forårsaget af ejendommenes beliggenhed mm.

5.1 Jeudan A/S

Jeudan er Danmarks største børsnoterede ejendoms- og servicevirksomhed. jeuDAN-koncernen blev grundlagt i 1898 og blev i 1991 sammenlagt med den børsnoterede virksomhed EEC A/S under navnet Jeudan. I 2000 foretager Jeudan opkøb af aktierne i ejendomsselskaber med henblik på sammenlægning. Jeudan har op i gennem 00'erne foretaget en række ejendomsinvesteringer.¹¹⁷

Den overordnede målsætning for Jeudan A/S er at skabe værdi for aktionærene gennem nogle finansielle mål, såsom vækst, rentabilitet, vækst i ejendomsmarkedet, finansiering mm. Jeudan har den målsætning at værdireguleringer af ejendomme i forhold til ejendommenes samlede bogførte værdi over en længere periode gennemsnitligt skal svare til inflationen.¹¹⁸

Jf. tabel i bilag 3 ses udviklingen i Jeudan A/S' nøgletal fra 2005 til 2012.

Det ses, at Jeudan A/S havde et negativ resultat i 2008, samt at selskabet har tabt på salg af ejendomme i 2007-2010. Det ses ligeledes, at der er sket en stigning i investeringsejendommene fra 2007 til 2010 på ca. 6 mia kr. Noget af denne stigning kan henledes til, at Jeudan A/S har opkøbt ejendomme for 1,7 mia kr. og kun haft begrænset salg af ejendomme.

I samme periode ses det, at gældsforpligtelserne til realkredit- og finansieringsinstitutter er steget med 4,2 mia kr., altså har Jeudan store gældsandel til realkredit- og finansieringsinstitutter. I 2008 udgør gælden 67 % af ejendommenes værdi.

I dette følgende afsnit vil indregningen af investeringsejendomme i regnskaberne for Jeudan i perioden 2005 til 2012 blive gennemgået. Det vil blive undersøgt, hvorledes Jeudan foretager værdiansættelsen af investeringsejendommene og der vil ligeledes blive set nærmere på salg af ejendomme i perioden.

¹¹⁷ <http://www.jeudan.dk/om-jeudan/profil/>

¹¹⁸ <http://www.jeudan.dk/om-jeudan/maalsaetning/>

5.1.1 Indregning af investeringsejendomme

Først ses der nærmere på anvendt regnskabspraksis og ledelsesberetning i regnskaberne for at vurdere om ejendommene kan indregnes til dagsværdi. I ledelsesberetning nævnes det at ejendommene, som Jeudan investerer i, ikke er købt med henblik på videresalg og hurtig investering for øje.¹¹⁹ Kravet for at indregne en ejendom som investeringsejendom er, som tidligere nævnt at investeringsaktivitet skal være hovedaktiviteten for virksomheden jf. årsregnskabsloven og jf. regnskabsvejledning 16 skal ejendommen besiddes med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital, eksempelvis ejendomme med henblik på langsigtet kapitalgevinst og ikke med kortsigtet salg for øje.¹²⁰ Dette vurderes opfyldt for Jeudan. Det er ligeledes beskrevet i anvendt regnskabspraksis at ejendommene indregnes til dagsværdi og værdi reguleringen føres over resultatopgørelsen.

Kravene for at ejendomme kan indregnes til dagsværdi vurderes opfyldt for ejendommene i Jeudan A/S, som beskrevet i ovenstående. Til at fastsætte dagsværdien på investeringsejendommene benytter Jeudan A/S sig af afkastberegninger, eller normalindtjeningsmetoden.¹²¹

5.1.2 Værdiansættelse af investeringsejendomme

For at kunne besvare på underspørgsmålene i kapitel 1 er der ud fra de givne oplysninger i årsrapporterne fra 2005-2012 for Jeudan udarbejdet afkastberegninger for investeringsejendommene indregnet i årsrapporterne for Jeudan A/S. Grundlaget for afkastberegningerne som er udarbejdet jf. figur 5.2, er som sagt oplysninger fundet i årsregnskaberne for Jeudan A/S for regnskabsårene 2005 til 2012, hvorfor oplysningerne ikke nødvendigvis er fuldstændige. Hermed menes det, at ikke alle oplysninger samt overvejelser, som ligger til grund for afkastberegningerne er til stede i regnskabet.

Jeudan A/S opstiller afkastberegningerne for deres ejendomme efter figur 5.1. Denne afkastberegning benyttes gennemgående hele den udvalgte periode.

¹¹⁹ Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

¹²⁰ Regnskabsvejledning 16. 11 og 12

¹²¹ Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

| | |
|-------|--|
| 1 + | Årlige lejeindtægter |
| 2 +/- | Eventuel regulering af eksisterende leje til anslået markedsleje |
| 3 - | Driftsomkostninger |
| 4 - | Ind- og udvendig vedligeholdelse |
| 5 - | Administration |
| = | Nettoresultat (sum af 1 til 5) |
| 6 / | Afkastprocent |
| = | Kapitaliseret nettoresultat (nettoresultat / 6) |
| 7 + | Refusionssaldi |
| 8 - | Korrektioner til dagsværdi |
| = | Dagsværdi (kapitaliseret nettoresultat + 7 - 8) |

Figur 5.1: Afkastberegning¹²²

Figur 5.1 er sammenholdt med modellen for normalindtjeningsmetoden, som er gennemgået i kapitel 4. I overensstemmelse med denne model beregnes der et driftsresultat (nettoresultat i figur 5.1), ud fra årlige lejeindtægter, regulering til lejeindtægterne, driftsomkostninger, vedligeholdelsesomkostninger og administrationsomkostninger. Driftsresultatet divideres herefter med et afkastkrav. Resultatet giver et kapitaliseret nettoresultat, eller en værdi af ejendommen før reguleringer. Herefter foretages der reguleringer af værdien, som herefter giver en dagsværdi på ejendommen. Dette er i overensstemmelse med gennemgangen af normalindtjeningsmetoden, som er gennemgået i kapitel 4. I nedenstående vil afkastberegningen, som er oplyst i regnskaberne for Jeudan A/S benyttes.

I figur 5.2 er der opstillet en afkastberegning for Jeudan A/S for regnskabsårene 2005 til 2012. Der er som nævnt i ovenstående taget udgangspunkt i afkastberegningen vist i figur 5.1.

Grundlæggende for afkastberegningen i figur 5.2 er der indhentet oplysninger fra årsrapporterne for Jeudan A/S for perioden 2005 til 2012. For at beregne den **årlige lejeindtægt** er der taget udgangspunkt i kvm for ejendommene, dog eksklusiv projektejendommene. Årsagen hertil er, at projektejendomme i Jeudan A/S er ejendomme under renovation, opførelse af ejendomme o.lign¹²³. og disse ifølge regnskabsvejledning 16 ikke anses som investeringsejendomme før de er taget i endeligt brug. Der er generelt i afkastberegningen ikke medtaget projektejendomme.

¹²² Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

¹²³ Jeudan A/S – årsrapport 2007, side 9

| Afkastberegning - Jeudan A/S | | | | | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|--|
| t.kr. | | | | | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
| Antal ejendomme (ekskl. projektejendomme) | 52 | 51 | 122 | 134 | 171 | 178 | 187 | 200 | |
| Kvm (ekskl. projektejendomme) | 324.232 | 325.857 | 470.920 | 493.100 | 725.738 | 745.632 | 775.756 | 810.148 | |
| Lejeindtægt pr. kvm | 1.000 | 1.016 | 987 | 1.059 | 1.091 | 1.094 | 1.133 | 1.169 | |
| Tomgang % | 5,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 3,0% | 4,1% | 6,5% | 5,4% | |
| Administration % | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | |
| Vedligeholdelse pr. kvm | 77,50 | 77,50 | 77,50 | 77,50 | 80,00 | 80,00 | 80,00 | 80,00 | |
| + Årlig lejeindtægter | 324.232 | 331.071 | 464.798 | 522.193 | 791.780 | 815.721 | 878.932 | 947.063 | |
| + Tomgang (1%) | 16.212 | 3.311 | 4.648 | 5.222 | 23.753 | 33.445 | 57.131 | 51.141 | |
| - Driftsomkostninger | -51.730 | -53.308 | -62.604 | -92.380 | -116.354 | -142.290 | -162.004 | -163.692 | |
| - Ind- og udvendig vedligeholdelse | -25.128 | -25.254 | -36.496 | -38.215 | -58.059 | -59.651 | -62.060 | -64.812 | |
| - Administration | -6.485 | -6.621 | -9.296 | -10.444 | -15.836 | -16.314 | -17.579 | -18.941 | |
| = Nettoresultat | 257.101 | 249.198 | 361.050 | 386.376 | 625.285 | 630.911 | 694.419 | 750.759 | |
| Afkastprocent | 5,1% | 5,0% | 5,0% | 5,3% | 5,4% | 5,2% | 5,2% | 5,2% | |
| = Kapitaliseret nettoresultat | 5.041.196 | 4.983.962 | 7.220.995 | 7.290.108 | 11.579.350 | 12.132.904 | 13.354.211 | 14.437.679 | |
| + Refusionssaldi | | | | | | | | | |
| Depositum | 87.083 | 53.728 | 68.177 | 74.214 | 87.072 | 138.118 | 136.301 | 140.532 | |
| Vedligeholdelse | 3.154 | 3.693 | 3.995 | 3.599 | 4.006 | 4.003 | 5.022 | 5.538 | |
| Modtagne forudbetalinger - kunder | -8.097 | -13.340 | -13.808 | -11.078 | -19.029 | -10.274 | -20.188 | -45.036 | |
| = Dagsværdi | 5.123.336 | 5.028.043 | 7.279.359 | 7.356.843 | 11.651.399 | 12.264.751 | 13.475.346 | 14.538.713 | |
| Indregnet værdi | 4.791.046 | 5.601.917 | 7.680.860 | 8.634.310 | 12.680.291 | 13.894.609 | 14.959.157 | 16.386.724 | |
| Projektejendomme | 0 | -95.267 | -270.972 | -765.416 | -753.463 | -420.620 | -169.605 | -451.421 | |
| Værdi af investeringsejendomme | 4.791.046 | 5.506.650 | 7.409.888 | 7.868.894 | 11.926.828 | 13.473.989 | 14.789.552 | 15.935.303 | |
| Diff | -332.290 | 478.607 | 130.529 | 512.051 | 275.429 | 1.209.238 | 1.314.206 | 1.396.590 | |

Figur 5.2: Afkastberegning – Jeudan A/S¹²⁴

Opgørelsen af **tomgang** i afkastberegningen er beregnet ud fra den oplyste udlejningsprocent i årsrapporterne fra Jeudan A/S for regnskaberne 2005 til 2012. Udlejningsprocenten er baseret på lejeindtægter. Det er ligeledes oplyst i de pågældende regnskaber, at omkostninger til **administration** er fastsat til at være 2 % af den årlige lejeindtægt. Generelt er det gældende for erhvervsejendomme hos Jeudan A/S at kunderne afholder omkostninger til den indvendige vedligeholdelse og der hensættes 30 kr. pr. kvm til den udvendige vedligeholdelse. For ejendomme som indgår under boligreguleringsloven hensættes der 125 kr. pr. kvm til både indvendig og udvendig vedligeholdelse i årene 2005 til 2008 og i årene 2009 til 2012 er der afsat 30 kr. pr. kvm til udvendig vedligeholdelse af erhvervsejendomme og 130 kr. pr. kvm til både udvendig og indvendig vedligeholdelse af ejendomme, som falder under boligreguleringsloven.¹²⁵ For at opgøre

¹²⁴Inspirationskilde; Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

¹²⁵ Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012 – afsnit vedrørende ”regulering af ejendomme til dagsværdi netto”

omkostningerne til **vedligeholdelse** er gennemsnittet af de oplyste omkostninger pr. kvm, som herefter er ganget med det totale antal kvm.¹²⁶

Når de ovenstående oplysninger er behandlet, fås der et nettoresultat jf. figur 5.2. Dette nettoresultat ganges med den oplyste afkastprocent fra årsrapporterne fra Jeudan A/S. Herefter lægges depositum, indestående hos grundejernes forening, samt forudbetalinger fra leje til. Disse tillægges som en del af refusion saldiane.¹²⁷ Resultatet bliver hermed en estimeret dagsværdi for ejendommene indregnet i årsrapporterne for Jeudan A/S. Det beregnede resultat er sammenholdt med den indregnede værdi af ejendommene fra årsrapporterne for Jeudan A/S.

Som det ses ud fra figur 5.2 er der differencer på den værdi, som er beregnet i figur 5.2 og den værdi på ejendommene, som er oplyst i årsrapporterne for Jeudan A/S i perioden 2005 til 2012. En væsentlig faktor i beregningen af dagsværdien af investeringsejendomme er afkastkravet. En ændring i denne kan have en væsentlig påvirkning på resultatet af afkastberegningen. Til at sandsynliggøre det anvendte afkastkrav som er oplyst i årsrapporterne fra Jeudan A/S, sammenholdes de med afkastkravene fra Colliers markedsrapporter. Colliers er et ejendomsmæglerfirma med speciale i vurdering, udlejning og salg af blandet andet investeringsejendomme.¹²⁸

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Afkastprocent jf. Jeudan A/S | 5,10% | 5,00% | 5,00% | 5,30% | 5,40% | 5,20% | 5,20% | 5,20% |
| Afkastprocent jf. Colliers | 6,25% | 5,75% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |

*Figur 5.3; Afkastkrav*¹²⁹

I Figur 5.3 er der foretaget en sammenligning mellem de afkastprocenter som er oplyst i årsrapporterne fra Jeudan A/S for årene 2005 til 2012 og for Markedsrapporter fra Colliers.¹³⁰ Det ses ud fra figur 5.3 at afkastkravet fra Jeudans årsrapporter ligger på niveau med de afkastkrav, som Colliers angiver for kontorejendomme i København området. Hovedparten af ejendomsporteføljen i Jeudan A/S består af kontorejendomme i København området, hvorfor denne afkastprocent fra Colliers er valgt til sammenligningen. Differencen på afkastkravene kan skyldes, at Jeudan har vurderet at enkelte af deres ejendomme ligger med en højere eller lavere risiko, som justeres

¹²⁶ Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

¹²⁷ Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012 – afsnit vedrørende ”regulering af ejendomme til dagsværdi netto”

¹²⁸ <http://www.colliers.com/da-dk/denmark/about>

¹²⁹ Jeudan A/S – årsrapporter 2005 til 2012 og Colliers Markedsrapport, Kontor, 2009; Colliers Markedsrapport investering, 2010; Colliers Markedsrapport investering, 2011 og Colliers Status 2012

¹³⁰ Afkastprocenterne fra 2005 til 2008 er cirka angivelser og er aflæst fra Colliers Markedsrapport for 2009.

gennem en forhøjelse eller reduktion af afkastkravet. Generelt set ligger det anvendte afkastkrav fra Jeudan A/S på niveau med afkastkravet oplyst fra Colliers, hvorfor afkastkravet vurderes at være tilstrækkeligt og med til at fremme det retvisende billede af ejendommen.

En yderligere grund til at den opstillede afkastberegning fra figur 5.2. viser differencer over til den indregnede værdi af investeringsejendommene i Jeudan A/S er, at ikke alle forhold som er medtaget i overvejelserne er oplyst i årsrapporterne og de derfor ikke nøjagtigt kan efterprøves. Som et eksempel kan det nævnes at afkastberegningerne udarbejdes efter budgetter som lægges for den enkelte ejendom. I 2012 består ejendomsporteføljen i Jeudan A/S af 200 ejendomme og afkastberegningen i figur 5.2 er udarbejdet ud fra totaler, hvilket også kan være grunden til differencerne, da Jeudan A/S udarbejder afkastberegninger enkeltvis for ejendommene. Det kan derudover nævnes, at der i årene har været forbedringer på ejendommene, som ligeledes vil have en effekt på værdien af den enkelte ejendom samt reguleringer til dagsværdien i form af reservationer til tab til forestående renoveringer mm.

Figur 5.2 skal ses som et forsøg på at sandsynliggøre den indregnede dagsværdi i forhold til den teoretiske tilgang i form af afkastberegningen og for at gennemgå de forudsætninger, som oplyses i årsrapporterne for Jeudan A/S der lægger til grund for afkastberegningerne. Da oplysningerne i årsrapporten ikke er fuldstændige for at kunne efterprøve afkastberegningerne nøjagtigt vil der i det efterfølgende blive benyttet de værdier, som er angivet i årsrapporterne i den følgende del af analysen.

5.1.3 Dagsværdi kontra gæld

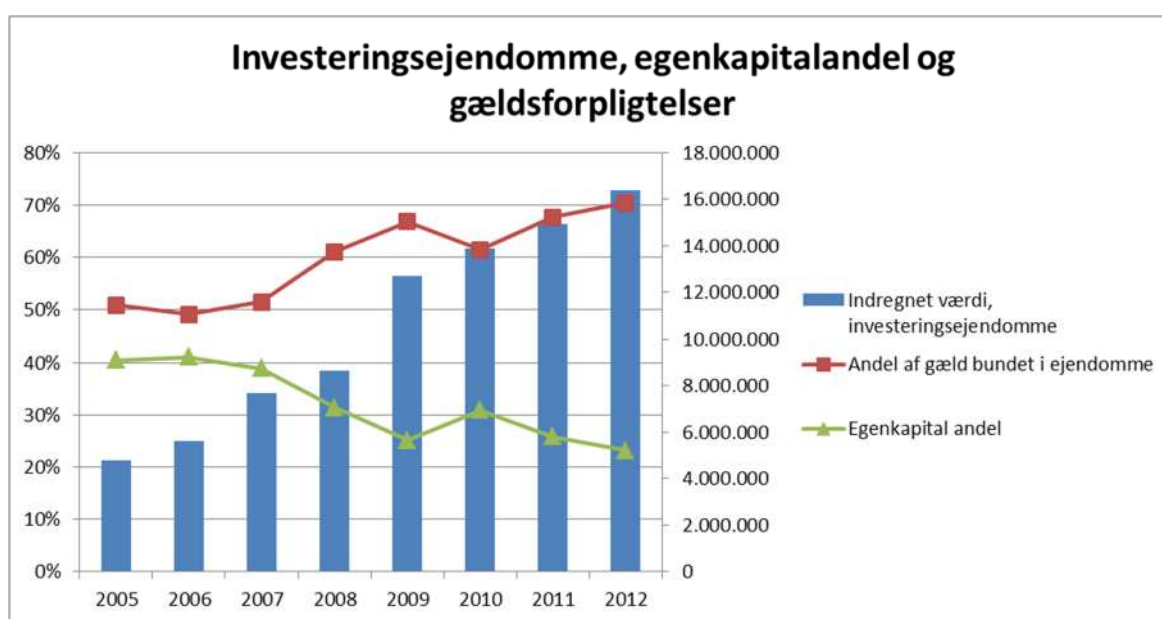
I ovenstående afsnit er afkastberegningen for investeringsejendomme gennemgået med det formål at sandsynliggøre de indregnede dagsværdier af investeringsejendommene samt de anvendte afkastprocenter.

Dette afsnit vil blive benyttet til at se om, der reelt set er en sammenhæng mellem dagsværdien af investeringsejendommene, værdireguleringerne af samme og gælden bundet i ejendommene.

Jeudan A/S har en finansieringsstrategi, hvor målet er, at finansieringsstrukturen sammensættes af en egenkapital på 25-33 % og rentebærende fremmedkapital op 65-70 % og hensættelser på 0-10

%.¹³¹ Dette lyder umiddelbart som en fornuftig finansieringsstruktur på et marked for ejendomsinvesteringer, da ejendomme er store pengebindinger og det kan være svært for virksomheder selv at rejse kapitalen til at finansiere køb af ejendomme. Dog vil man også kunne argumentere for at denne strategi for finansieringsstrukturen vil give en anledning til, at Jeudan A/S ikke er villige til at nedskrive på ejendommene, da de netop har megen gæld bundet i ejendommene.

For at belyse om der er en sammenhæng mellem gældsforpligtelserne bundet i ejendommene og den indregnede dagsværdi af investeringsejendomme, er der på baggrund af de oplyste tal i årsrapporterne fra Jeudan A/S for årene 2005 til 2012 udarbejdet figur 5.4.



Figur 5.4; Udviklingen i egenkapitalandele, dagsværdier af investeringsejendomme og gældsforpligtelser, t.kr.¹³²

Ud fra figur 5.4 ses det, at den samlede gældsandel stiger gennem perioden og som følge her af falder egenkapitalandelen i samme periode. Der sker løbende over perioden fra 2005 til 2012 en stigning af den indregnede værdi af investeringsejendommene. Dette skyldes dels opskrivninger og tilgange i form af ny indkøbte ejendomme, især i fra 2006 til 2007 indkøbes der 73 nye ejendomme.¹³³ I samme periode tilgår der forbedringer på ejendomme, hvilket også har en betydning for den indregnede værdi af ejendommene.

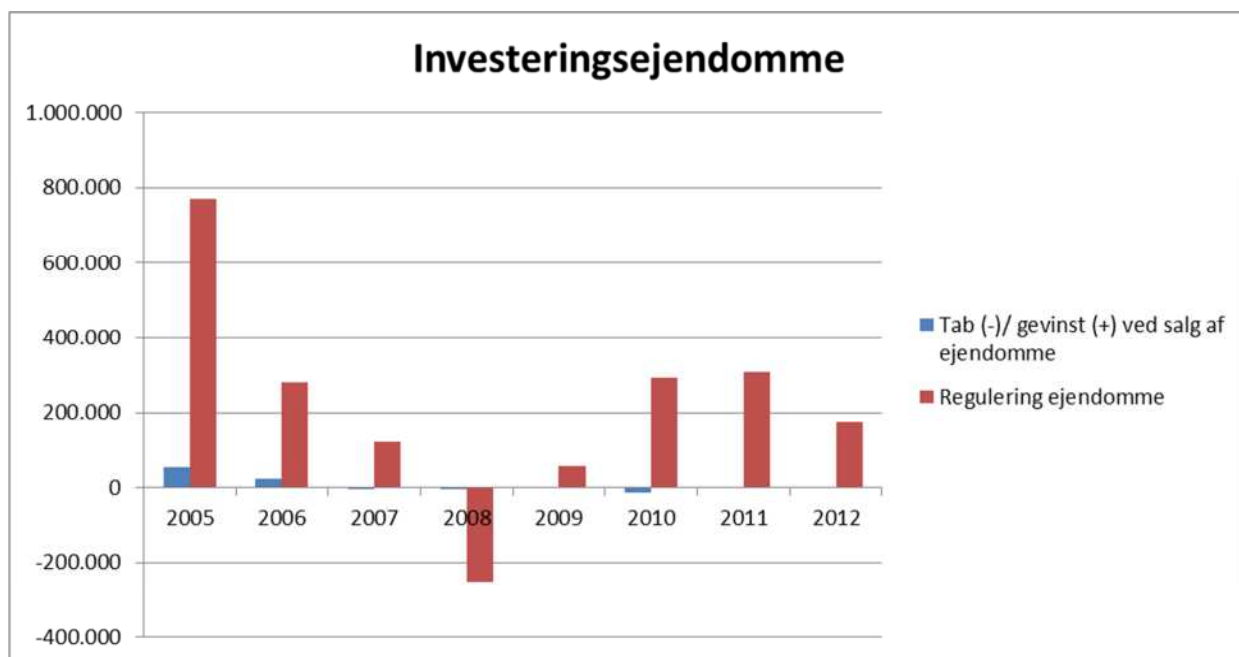
¹³¹ <http://www.jeudan.dk/om-jeudan/strategi/>

¹³² Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

¹³³ Jeudan A/S – årsrapport 2007

Ud fra figur 5.4 ses der ikke nogen umiddelbar sammenhæng mellem gældsforpligtelserne og dagsværdien af investeringsejendommene, men spiller gældsandelen ind på op- og nedskrivningerne af ejendommene og der ejendommene som følge heraf overvurderede?

For at kunne vurdere om investeringsejendommene i Jeudan A/S er overvurderet ses der på gevinst og tab ved salg af ejendomme jf. figur 5.5. Det er ikke muligt at sammenholde salg af ejendomme i Jeudan A/S med salg af ejendomme generelt, da ejendomme er unikke og der er mange forhold som medtages i prisen på en ejendom.



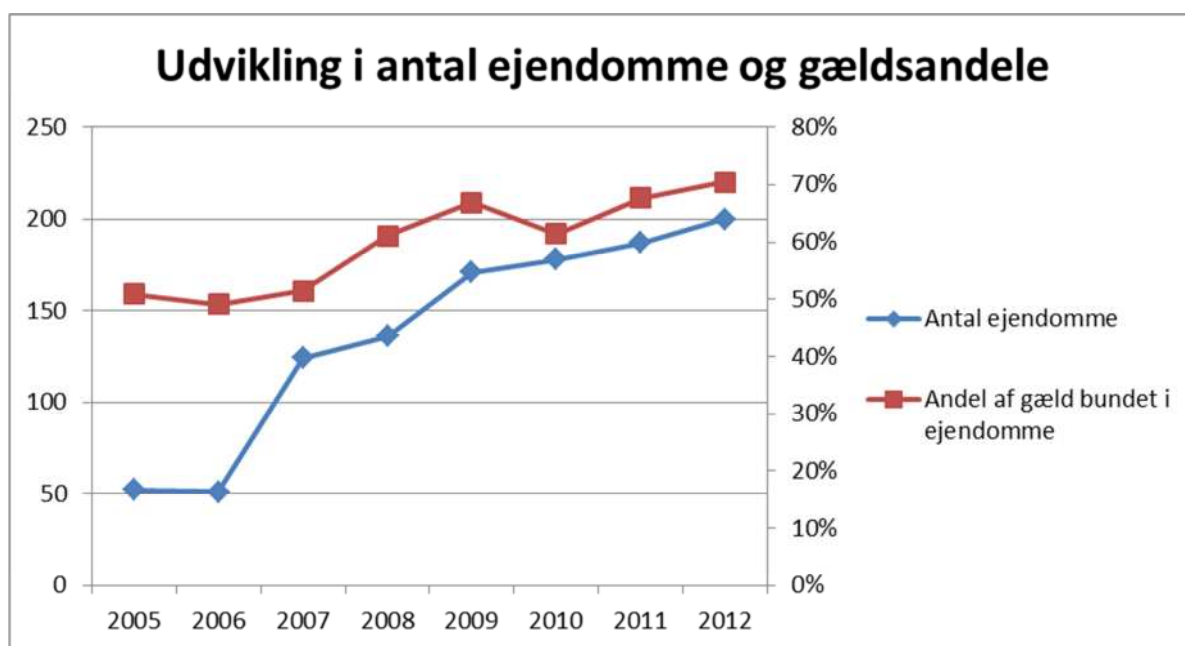
Figur 5.5: Tab/gevinst ved salg af ejendomme, t.kr.¹³⁴

I figur 5.5 ses det, at i perioden 2005 til 2006 har Jeudan A/S gevinst ved salg af investeringsejendomme på 54.323 t.kr. i 2005 og 22.622 t.kr. i 2006. I samme periode har der været positive reguleringer af ejendommen på 768.613 t.kr. i 2005 og 279.788 t.kr. i 2006. I 2007 oplever Jeudan A/S et tab på salg af ejendomme på 2.458 t.kr. og i samme periode foretages der en opskrivning på 121.454 t.kr, hvilket formegentlig skyldes en større investering i 73 ejendomme. I denne periode oplever Jeudan A/S en nedgang i den danske økonomi.¹³⁵ I 2008 rammer finanskrisen og i dette år har Jeudan A/S et tab på salg af ejendomme på 666 t.kr. og der foretages en nedskrivning af investeringsejendommene på 250.879 t.kr. Jf. figur 5.4 sker der dog stadig en

¹³⁴ Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

¹³⁵ Jeudan A/S – årsrapport 2007

stigning i den indregnede værdi af investeringsejendomme, hvilket formodes at der i samme år er indkøbt 12 yderligere ejendomme. I 2009 der er intet salg af ejendomme. I samme år indkøbes der yderligere 35 ejendomme, hvilket igen sammen med forbedringer på ejendommene kan være med forklarende til stigningen i den indregnedes værdi af investeringsejendomme jf. figur 5.4. Året 2010 byder igen på et tab på salg af ejendomme på 11.933 t.kr., samme år foretages der en opskrivning af ejendomme på 292.989 t.kr. I 2011 og 2012 er der igen intet salg af ejendomme. I 2011 foretages der en nettoopskrivning på ejendommene på 309.330 t.kr. med en opskrivning på 174.111 t.kr. i 2012. I denne toårige periode er der indkøbt 22 ejendomme til ejendomsporteføljen.



Figur 5.6: Udvikling i antal ejendomme og gældsandele, t.kr.¹³⁶

Der er i figur 5.6 opstillet en graf, som viser udviklingen i gældsandelene bundet i investeringsejendommene og udviklingen i antallet af ejendomme. Det ses, at gælden i størstedelen af perioden fra 2005 til 2012 stiger, ligeledes gør antallet af ejendomme i Jeudan A/S. Ud fra denne graf vurderes det at stigningen i gældsandelen skyldes den finansieringsstrategi som Jeudan A/S følger samt stigningen i antallet af ejendomme.

¹³⁶ Jeudan A/S – årsrapport 2005 til 2012

5.2 Sammenfatning

Der er i ovenstående afsnit foretaget en gennemgang af de indregnede dagsværdier af investeringsejendomme i Jeudan A/S. Jeudan A/S køber ejendomme med langtidsinvestering for øje og dermed ikke et hurtigt salg af ejendommene. Formålet med ejendommene er således, at de skal skabe værdi en langtidsinvestering, hvorfra der skal skabes afkast. Ud fra dette vurderes det at Jeudan A/S opfylder de krav, som fastlægges i årsregnskabsloven og regnskabsvejledningerne for at kunne indregne ejendommene som investeringsejendom.

Det er ligeledes blevet gennemgået, hvorledes Jeudan A/S foretager en beregning af dagsværdien af investeringsejendommene ud fra en afkastberegning. Ud fra de oplysninger som er oplyst i årsrapporterne fra 2005 til 2012, er der foretaget en beregning af dagsværdierne af investeringsejendommene i Jeudan A/S. Beregningen benyttes, som en sandsynliggørelse af dagsværdien af investeringsejendommene og for at sammenholde den model Jeudan A/S opstiller i deres årsrapporter med den afkastberegning, som er gennemgået i den beskrivende del af opgaven. Der er i en opstillede beregning i opgaven differencer i forhold til de faktiske indregnede værdier i årsrapporterne for Jeudan A/S, hvilket kan skyldes at oplysningerne i årsrapporterne ikke er fuldstændige nok for at kunne efterligne beregningen samt at Jeudan A/S foretager afkastberegninger på ejendommene enkeltvis, hvor beregningen i opgaven er foretaget ud fra totale tal givet i årsrapporterne for perioden 2005 til 2012.

Hernæst er det forsøgt at besvare de uddybende spørgsmål i kapitel 1, for at forsøge at bekræfte hypotesen opstillet i samme kapitel. For at kunne vurdere om ejendommene er indregnet til en for høj værdi, er der set på tab og gevinst ved salg af ejendomme i perioden 2005 til 2012, da ejendomme er et unikt produkt og det ikke er muligt at sammenholde med salg af ejendomme generelt. Det blev fundet i perioden, at Jeudan A/S har haft tab på salg af ejendomme især i perioden fra 2007 til 2010, hvilket kan indikere, at ejendommene er indregnet til en for høj dagsværdi. Der bliver dog i hele perioden fra 2005 til 2012 foretaget køb af yderligere ejendomme samt forbedringer af de eksisterende, hvilket er med til at skabe grundlag for de opskrivninger som foretaget i perioden 2005 til 2007, samt 2009 til 2012.

I perioden 2005 til 2012 købes der 148 nye ejendomme til ejendomsporteføljen i Jeudan A/S. I samme periode ses der en stigning i gælden bundet i ejendomme. Som tidligere skrevet har Jeudan A/S en finansieringsstrategi, hvor målet er 65-70% fremmedfinansiering, dette antages at være grundlaget for stigningen i gældsandelen i selskabet.

Der er på baggrund af den foretagne analyse ikke fundet noget incitament for, at dagsværdien af investeringsejendommene er for høj som følge af høje gældsandele bundet i ejendommene. I det omfang det har været muligt at efterprøve afkastberegningerne i Jeudan A/S vurderes de rimelige og tilstrækkelige til at værdiansætte investeringsejendomme og, at de indregnede værdier af investeringsejendommene giver et retvisende billede af ejendommenes dagsværdi. Der bliver løbende foretaget investeringer i nye ejendomme og der er kun begrænset med salg af ejendomme i perioden. Det har ligeledes ikke været muligt at konkludere, at ejendommene i Jeudan A/S ikke følger de faktiske markedspriser.

5.3 DADES AS

DADES AS er blandt Danmarks største ejendomsselskaber, med en ejendomsportefølje på 939.000 kvm til en værdi af 17,3 mia. kr.¹³⁷ DADES opkøber og udvikler attraktive butikcentre i København og andre større byer i Danmark.¹³⁸

Jf. tabellen i bilag 4 ses hoved og nøgletal for DADES AS for perioden 2005/06 til 2012/13.

Det ses ud fra tabellen i bilag 4, at DADES AS havde et negativ resultat i 2008/09, samt at selskabet har en gevinst på salg af ejendomme i hele perioden. Det ses ligeledes, at der er sket en stigning i investeringsejendommene over hele perioden på ca. 8 mia. kr. Noget af denne stigning kan henledes til, at DADES AS har opkøbt ejendomme gennem perioden og løbende foretager forbedringer af disse.

I samme periode ses det, at gældsforpligtelserne er steget med 7 mia. kr., altså har DADES AS. I 2008 udgør gælden 80 % af ejendommenes værdi.

I dette følgende afsnit vil indregningen af investeringsejendomme i regnskaberne for DADES AS i perioden 2005/06 til 2012/13 blive gennemgået. Det vil blive undersøgt, hvorledes DADES AS foretager værdiansættelsen af investeringsejendommene og der vil blive set nærmere på salg af ejendomme i perioden.

¹³⁷ http://www.dades.dk/Om_DADES.aspx

¹³⁸ http://www.dades.dk/Om_DADES/Forretningsgrundlag.aspx

5.3.1 Indregning af investeringsejendomme

Inden der bliver gået i detaljen med, hvorledes DADES AS fastsætter dagsværdien af investeringsejendommene, vil der i dette afsnit blive redegjort for om ejendommene i DADES AS kan indregnes efter reglerne om investeringsejendomme, i lighed med lignende afsnit under gennemgangen af Jeudan A/S.

Der ses igen nærmere på anvendt regnskabspraksis og ledelsesberetningen i regnskaberne for at vurdere, om ejendommene kan indregnes til dagsværdi.

DADES AS opkøber ikke ejendomme med henblik på hurtigt videre salg. DADES AS udlejer ejendomme til erhverv og bolig¹³⁹, hvorfor det ikke giver anledning til at formålet med opkøbet af ejendomme er et hurtigt videresalg. Kravet for at indregne en ejendom som investeringsejendom er som tidligere nævnt, at investeringsaktivitet skal være hovedaktiviteten for virksomheden jf. årsregnskabsloven og jf. regnskabsvejledning 16, skal ejendommen besiddes med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital, eksempelvis ejendomme med henblik på langsigtet kapitalgevinst og ikke med kortsigtet salg for øje.¹⁴⁰ Dette vurderes opfyldt for DADES. Det er ligeledes beskrevet i anvendt regnskabspraksis, at ejendommene indregnes til dagsværdi og værdireguleringen føres over resultatopgørelsen.

Kravene for at ejendomme kan indregnes til dagsværdi vurderes opfyldt for ejendommene i DADES AS, som beskrevet i ovenstående. Til at fastsætte dagsværdien på investeringsejendommene benytter DADES AS sig af Discounted Cash Flow-modellen.¹⁴¹

DCF-modellen som DADES AS anvender, bygger på en 10 årig budget periode

5.3.2 Værdiansættelse af investeringsejendomme

I dette afsnit vil værdiansættelsen af investeringsejendommene i DADES AS blive gennemgået, i lighed med gennemgangen af værdiansættelsen af investeringsejendomme i Jeudan A/S. Formålet med dette afsnit er at skabe grundlag for at besvare underspørgsmålene i kapitel 1.

DCF-modellen som DADES AS anvender, bygger på en 10 årig budget periode. DCF-modellen som anvendes i DADES AS er vist i figur 5.7.

¹³⁹ http://www.dades.dk/Om_DADES/Forretningsgrundlag.aspx

¹⁴⁰ Regnskabsvejledning 16. 11 og 12

¹⁴¹ DADES AS – årsrapporter 2005/06 til 2012/13 – anvendt regnskabspraksis

DCF-model

| | |
|-----|---|
| + | Lejeindtægter |
| + | Andre indtægter |
| - | Tomgang og lejerabatter |
| + | Forrentning af deposita |
| = | Bruttoleje |
| - | Driftsomkostninger (ejendomsskatter, dækningsafgift, forsikring, renhold mv.) |
| - | Egne andele (af varme- og fællesregnskaber samt ved tomgang) |
| - | Administration |
| - | Løbende vedligeholdelsesomkostninger |
| - | Større vedligeholdelsesomkostninger/investeringer |
| - | Indretningsomkostninger |
| = | Omkostninger |
| = | Nettoleje |
| +/- | Forrentning af nettoleje |
| = | Årligt cash flow |

Figur 5.7: DCF-model¹⁴²

Da DCF-modellen vil være omfangsrig at udføre, vil værdiansættelsen af investeringsejendommene i DADES A/S forsøges sandsynliggjort ud fra afkastberegninger. I den beskrivende del af opgaven er det blevet gennemgået, hvorledes at der er sammenhæng mellem DCF-modellen og afkastberegninger som normalindtjeningsmetoden. Det vurderes derfor at værdiansættelsen af investeringsejendommene i DADES AS kan efterprøves ved hjælp af afkastberegningen normalindtjeningsmetoden.

Ud fra de givne oplysninger i regnskaberne for DADES AS er det forsøgt at efterprøve den indregnede dagsværdi af investeringsejendommene jf. figur 5.8.

¹⁴² DADES AS – årsrapporter 2005/06 til 2012/13

| Afkastberegning - DADES AS | | | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| mio. kr. | | | | | | | | |
| | 2005/06 | 2006/07 | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 | 2012/13 |
| Antal ejendomme | 324 | 375 | 293 | 289 | 285 | 280 | 270 | 264 |
| Kvm | 666.536 | 686.375 | 801.497 | 901.792 | 942.533 | 970.191 | 969.334 | 968.692 |
| Tomgang % | 12,2% | 7,9% | 4,6% | 3,6% | 7,1% | 5,0% | 7,9% | 8,7% |
| + Årlig lejeindtægter | 559 | 636 | 790 | 970 | 931 | 955 | 971 | 941 |
| + Tomgang | 68 | 50 | 36 | 35 | 66 | 48 | 77 | 82 |
| + Andre driftsindtægter | 0 | 27 | 1 | 91 | 7 | 19 | 20 | 17 |
| - Ejendomsomkostninger | -164 | -168 | -200 | -233 | -183 | -197 | -175 | -184 |
| - Administration | -45 | -41 | -11 | -11 | -67 | -67 | -49 | -49 |
| = Nettoresultat | 418 | 503 | 616 | 850 | 754 | 758 | 844 | 807 |
| Afkastprocent | 6,3% | 5,9% | 5,9% | 5,8% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% |
| = Kapitaliseret nettoresultat | 6.687 | 8.529 | 10.463 | 14.661 | 13.288 | 13.352 | 14.854 | 14.205 |
| + Refusionssaldi | | | | | | | | |
| Depositum og forudbetalt leje | 158 | 185 | 288 | 274 | | | 275 | 267 |
| Vedligeholdelse | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| = Dagsværdi | 6.847 | 8.716 | 10.753 | 14.937 | 13.290 | 13.354 | 15.131 | 14.474 |
| Indregnet værdi af investeringsejendomme | 9.372 | 11.231 | 14.067 | 15.967 | 17.659 | 18.293 | 18.376 | 17.767 |
| Diff | 2.525 | 2.516 | 3.314 | 1.030 | 4.369 | 4.939 | 3.245 | 3.293 |

Figur 5.8; Afkastberegning DADES AS¹⁴³

Grundlaget for afkastberegningerne som er udarbejdet jf. figur 5.8, er som sagt oplysninger fundet i årsregnskaberne for DADES AS for regnskabsårene 2005/06 til 2012/13, hvorfor oplysningerne ikke nødvendigvis er fuldstændige. Hermed menes det, at ikke alle oplysninger samt overvejelser som ligger til grund for afkastberegningerne er til stede i regnskaberne.

Opgørelsen af **tomgang** i afkastberegningen angivet i årsrapporterne for DADES AS og tomgangen er beregnet ud fra den lejeindtægt, som er i det pågældende regnskabsår. **Andre driftsindtægter** er ligeledes angivet i regnskabet og det er de pågældende tal fra de enkelte regnskabsår, som er anvendt i beregningen. Det er ikke oplyst i regnskaberne om alle indtægterne hidrører investeringsejendommene, dog er de medtaget i beregningen da det forudsættes at en stor del af indtægterne vedrører investeringsejendommene. De omkostninger til **ejendom** og **administration** er ligeledes de oplyste tal for de enkelte regnskabsår, som er anvendt i beregningen. Under ejendomsomkostninger antages det, at der også er omkostninger til domicilejendommen for DADES og denne bør ikke medtages i beregningen, men der er ikke oplyst hvor stor en del af omkostningerne, som vedrører domicilejendommen og hele omkostningen er derfor medtaget. Omkostninger til **vedligeholdelse** er ligeledes ikke udspecificeret, hvorfor der i alle årene er tillagt

¹⁴³ DADES AS – årsrapporter 2005/06 til 2012/13

omkostninger til vedligeholdelse svarende til 3. t.kr. pr. kvm, som er oplyst i regnskaberne for DADES AS at dette påregnes.¹⁴⁴

Ud fra ovenstående oplysninger fra årsrapporterne er der foretaget en beregning af dagsværdien af investeringsejendommene i DADES AS. Der beregnes et nettoresultat jf. figur 5.8. Dette nettoresultat ganges med den oplyste afkastprocent fra årsrapporterne fra DADES AS. Herefter lægges depositum, samt forudbetalinger fra leje til. Disse tillægges, som en del af refusion saldiene. Resultatet bliver hermed en estimeret dagsværdi for ejendommene indregnet i årsrapporterne for DADES AS. Det beregnede resultat er sammenholdt med den indregnede værdi af ejendommene fra årsrapporterne for DADES AS.

Som det ses i figur 5.8 er der differencer fra beregningen til de oplyste værdier i årsrapporterne for DADES AS for investeringsejendommene. Dette kan skyldes, at oplysningerne ikke er fuldstændige og der dermed ikke er taget højde for alle forhold i den opstillede beregning i figur 5.8. Ligeledes skal der gøres opmærksom på at domicilejendommen for DADES AS indgår i de oplyste værdier for investeringsejendomme.¹⁴⁵ Dette kan ligeledes også give en forklaring på differencen i beregningen i forhold til de oplyste værdier fra årsrapporterne, da denne bør trækkes ud i forbindelse med sammenligningen. Der er dog ikke oplyst hvor stor den del domicilejendommen udgør, hvorfor den ikke er trukket ud af beregningen.

Det er altså ikke alle forhold, som er medtaget i afkastberegningen jf. figur 5.8 for DADES AS, da ikke alle oplysninger er givet i årsrapporterne og de derfor ikke nøjagtigt kan efterprøves. DADES AS udarbejder beregninger ud fra DCF-modellen og hertil bagvedliggende budgetter, som lægges for hver enkelt ejendom. Afkastberegningen i figur 5.8 er udarbejdet ud fra totaler, hvilket også kan være grunden til differencerne, samt at der i årene har været forbedringer på ejendommene, som ligeledes vil have en effekt på værdien af den enkelte ejendom samt reguleringer til dagsværdien i form af reservationer til tab til forestående renoveringer mm. og påvirkning af inflationen.

Som tidligere nævnt spiller afkastkravet en stor indflydelse på beregningen af dagsværdien af investeringsejendomme. En ændring i denne kan derfor have en væsentlig påvirkning på resultatet af afkastberegningen. Til at sandsynliggøre det anvendte afkastkrav som er oplyst i årsrapporterne

¹⁴⁴ DADES AS – årsrapporter 2005/06 til 2012/13

¹⁴⁵ DADES AS – årsrapport 2008/09, side 8

fra DADES AS, sammenholdes de oplyste afkastkrav fra årsrapporterne i DADES AS med afkastkravene fra Colliers markedsrapporter.

| | 2005/06 | 2006/07 | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 | 2012/13 |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Afkastprocent jf. DADES AS | 6,25% | 5,90% | 5,89% | 5,80% | 5,68% | 5,68% | 5,68% | 5,68% |
| Afkastprocent jf. Colliers | 6,25% | 5,75% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |

Figur 5.9; Afkastkrav¹⁴⁶

I Figur 5.9 er der foretaget en sammenhæng mellem de afkastprocenter, som er oplyst i årsrapporterne fra DADES AS for årene 2005/06 til 2012/13 og for Markedsrapporter fra Colliers.¹⁴⁷ Som det ses ud fra figur 5.9 ligger afkastkravet fra DADES årsrapporter på niveau med de afkastkrav, som Colliers angiver for kontorejendomme i København området. Hovedparten af ejendomsporteføljen i DADES AS består af kontorejendomme i København området, hvorfor denne afkastprocent fra Colliers er valgt til sammenligningen. Differencen på afkastkravene kan skyldes at DADES har vurderet at enkelte af deres ejendomme ligger med en højere eller lavere risiko, som justeres gennem en forhøjelse eller reduktion af afkastkravet. Generelt set ligger det anvendte afkastkrav fra DADES AS på niveau med afkastkravet oplyst fra Colliers, hvorfor afkastkravet vurderes at være tilstrækkeligt og med til at fremme det retvisende billede af ejendommene.

Figur 5.8 skal ses som et forsøg på at sandsynliggøre den indregnede dagsværdi i forhold til den teoretiske tilgang i form af afkastberegningen og for at gennemgå de forudsætninger, som oplyses i årsrapporterne for DADES AS og som lægger til grund for afkastberegningerne. Da oplysningerne i årsrapporten ikke er fuldstændige nok til at kunne efterprøve afkastberegningerne nøjagtigt, vil der i det efterfølgende blive benyttet de værdier, som er angivet i årsrapporterne i den følgende del af analysen.

¹⁴⁶ DADES AS – årsrapporter 2005/06 til 2012/13 og Colliers Markedsrapport, Kontor, 2009; Colliers Markedsrapport investering, 2010; Colliers Markedsrapport investering, 2011 og Colliers Status 2012

¹⁴⁷ Afkastprocenterne fra 2005 til 2008 er cirka angivelser og er aflæst fra Colliers Markedsrapport for 2009.

5.3.3 Dagsværdi kontra gæld

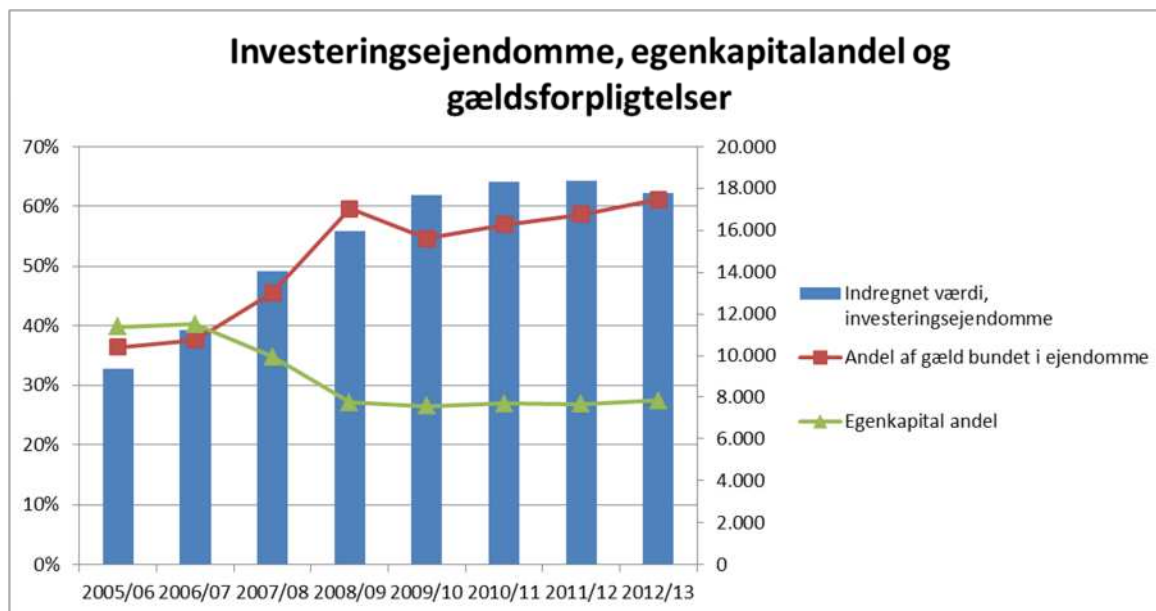
I ovenstående afsnit er afkastberegning for investeringsejendomme gennemgået med det formål at sandsynliggøre de indregnede dagsværdier af investeringsejendommene samt de anvendte afkastprocenter.

Dette afsnit vil blive benyttet til at se om, der reelt set er en sammenhæng mellem dagsværdien af investeringsejendommene, værdireguleringerne af samme og gælden bundet i ejendommene.

DADES AS har en politik om at have en maksimal realkreditbelåning af ejendommene, svarende til ca. 60%.¹⁴⁸ Dette anses for fornuftigt og realistisk i branchen, da ejendomme er en stor og tung pengebinding, som kan være svært og dyrt at finansiere på anden måde.

Dette kan dog også være et argument for, at DADES AS ikke er villige til at nedskrive på ejendommene til en mere retvisende dagsværdi, da de netop er belånt med en høj andel.

Til at belyse om der er en sammenhæng mellem gældsforpligtelserne bundet i ejendommene og den indregnede dagsværdi af investeringsejendomme er der på baggrund af de oplyste tal i årsrapporterne fra DADES AS for årene 2005/06 til 2012/13 udarbejdet figur 5.10.



Figur 5.10; Investeringsejendomme, egenkapitalandel og gældsforpligtelser, mio.kr.¹⁴⁹

¹⁴⁸ DADES AS – årsrapport 2010/11

¹⁴⁹ DADES AS – årsrapport 2005/06 til 2012/13

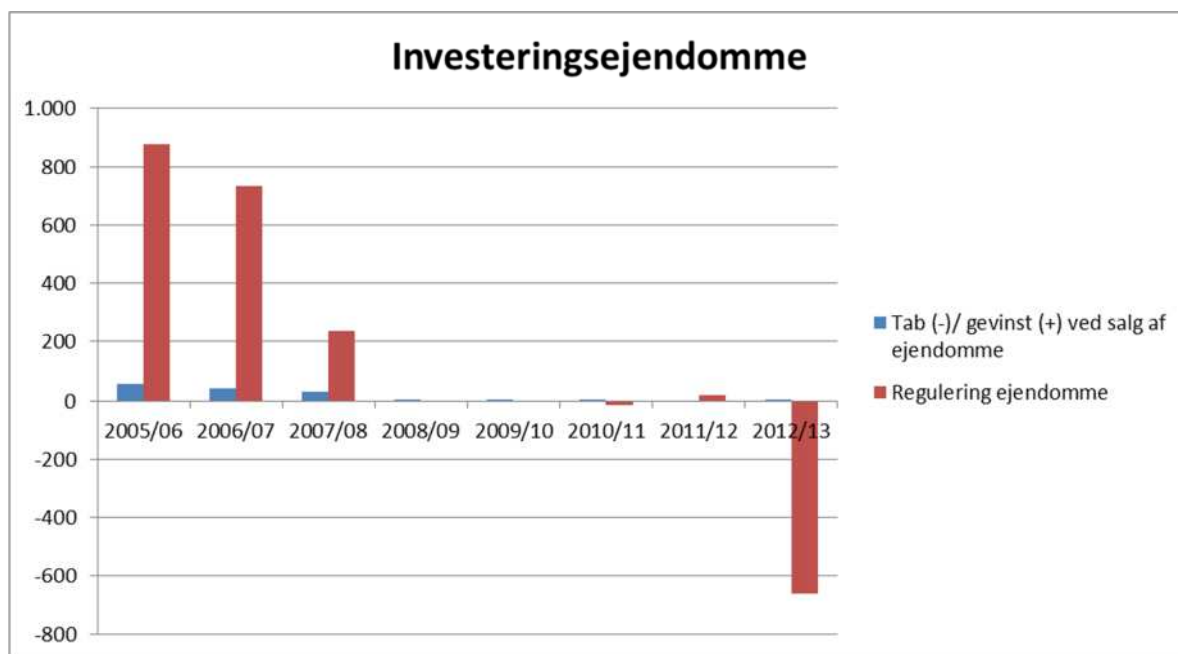
Ud fra figur 5.10 ses det, at den samlede gældsandel stiger gennem perioden og som følge heraf falder egenkapitalandelen i samme periode. Der sker løbende over perioden fra 2005/06 til 2010/11 en stigning af den indregnede værdi af investeringsejendommene, dog stagnerer værdien fra 2009/10 til 2010/11. I perioden 2011/12 til 2012/13 sker der et fald i den indregnede værdi af investeringsejendommene. Udviklingen i investeringsejendommene kan i 2006/07 forklares med, at der indkøbes yderligere 51 ejendomme til ejendomsporteføljen. I året 2007/08 ligger DADES AS værdiansættelse af ejendomme 25 % under de realiserede salgspriser¹⁵⁰ og stigningen kan forklares med tilgang på erhvervs ejendommene. Generelt for perioden skyldes værdistigningerne i høj grad tilgange på ejendommene i form af forbedringer.¹⁵¹

Ud fra figur 5.10 kan der ikke umiddelbart ses en sammenhæng mellem gældsforpligtelserne og dagsværdien af investeringsejendommene. Spørgsmålet er dog om gælden, som er bundet i ejendommene spiller en rolle når virksomheden skal foretage opskrivninger eller nedskrivninger af ejendommene, da DADES AS har en politik om at finansiere ejendomme med 60 % belåning fra realkreditinstitutter og kan ejendommene, som følge heraf være overvurderede?

For bedre at kunne vurdere om investeringsejendommene i selskabet er overvurderet ses der i det efterfølgende på gevinst og tab ved salg af ejendommen jf. figur 5.11. Der er ikke foretaget en sammenholdelse af salg af ejendomme i DADES AS og ejendomme generelt, da ejendomme er unikke og der er mange forhold som medtages i prisen på en ejendom.

¹⁵⁰ DADES AS – årsrapport 2007/08

¹⁵¹ DADES AS – årsrapport 2005/06 til 2012/13



Figur 5.11: Tab/gevinst ved salg af ejendomme, mio.kr.¹⁵²

Ud fra figur 5.11 ses det, at DADES i 2005/06 har haft gevinst ved salg af ejendomme på 56 mio. kr. i 2006/07 har der været gevinst ved salg af ejendomme på 40 mio. kr. og i 2007/08 har der været gevinst ved salg af ejendomme på 32 mio. kr. I samme periode har der været opskrivninger på ejendomme på 879 mio. kr. i 2005/06, 736 mio. kr. i 2006/07 og i 2007/08 har der været opskrivninger på 239 mio. kr. Opskrivningerne i 2007/08 kan forklares med, at DADES AS har tilkøbt ejendomme samt foretaget forbedringer af den eksisterende ejendomsportefølje. Værdireguleringerne i 2007/08 er ligeledes præget af en forøgelse af afkastkravet på 7 af erhvervsejendommene.¹⁵³ DADES AS oplever i denne periode et fald i den danske økonomi i form af faldende omsætning af erhvervsejendomme og begrænset adgang til likviditet.¹⁵⁴ DADES har i denne forbindelse ved gennemgangen af de årlige værdireguleringer foretaget en regulering af afkastkravet på erhvervsejendommene og DADES AS vurderer, at værdiansættelsen af ejendommene er forsvarlig, da erhvervsejendomme og butiksejendomme, som er handlet i perioden er handlet med afkastkrav som ligger under de af DADES anvendte afkastkrav.¹⁵⁵ Jf. figur 5.11 ses det at der ikke foretages en værdiregulering af ejendommene i 2008/09, dette skyldes at DADES har valgt at nedskrive 19 ejendomme med 186 mio.kr., svarende til de forbedringer som er foretaget i

¹⁵² DADES AS – årsrapport 2005/06 til 2012/13

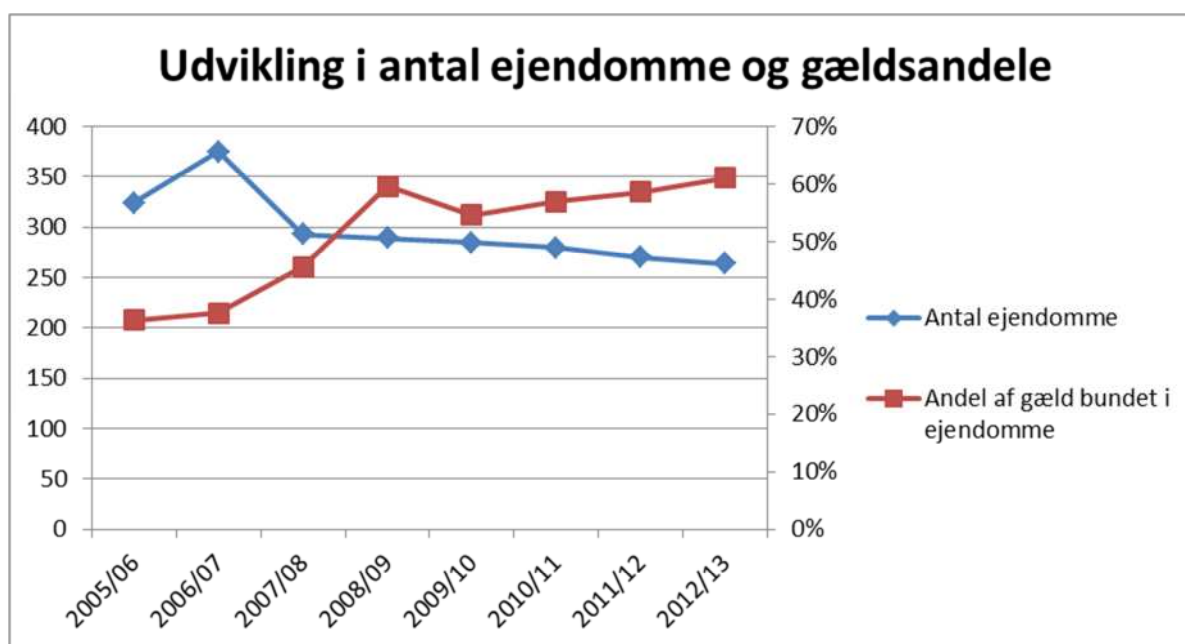
¹⁵³ DADES AS – årsrapport 2007/08, side 6

¹⁵⁴ DADES AS – årsrapport 2007/08, side 6

¹⁵⁵ DADES AS – årsrapport 2007/08, side 6

året. Dette begrundes med den økonomiske situation på markedet.¹⁵⁶ I 2009/10 og 2010/11 foretages der mindre nedskrivninger af ejendommene, hvilket skyldes den fortsatte lave vækst og aktivitet i samfundet samt en hensættelse på en ejendomsinvestering.¹⁵⁷ I 2011/12 foretages der en mindre opskrivning af investeringsejendommene, som kan henledes til en efterspørgsel efter primære erhvervsejendomme¹⁵⁸. Regnskabsåret 2012/13 viser dog en større nedskrivning på ejendommene på 662 mio. kr. Dette skyldes at butiksejendommene i DADES er nedskrevet med begrundelse i faldende lejeniveau og høje tomgange.¹⁵⁹

I ovenstående gennemgang af værdireguleringerne på ejendommene i DADES AS ses det, at der løbende bliver foretaget en vurdering af værdien af ejendommene, afkastkravet og ejendomsmarkedet generelt. For yderligere at belyse om der er en sammenhæng mellem værdien af investeringsejendommene og gælden tilknyttet ejendommene er der i figur 5.12 opstillet en graf som viser udviklingen i gældsandelen og antallet af ejendomme.



Figur 5.12: Udvikling i antal ejendomme og gældsandele¹⁶⁰

Det ses i figur 5.12, at gælden i størstedelen af perioden fra 2005/06 til 2012/13 stiger, mens antallet af ejendomme fra 2006/07 er faldende. DADES AS har fokus på at udvikle den ejendomsportefølje

¹⁵⁶ DADES AS – årsrapport 2008/09, side 6

¹⁵⁷ DADES AS – årsrapport 2008/09, side 6

¹⁵⁸ DADES AS – årsrapport 2011/12, side 2

¹⁵⁹ DADES AS – årsrapport 2011/12, side 3

¹⁶⁰ DADES AS – årsrapport 2005/06 til 2012/13

og fra sælge ikke strategiske ejendomme. Dette kan forklare sammenhængen mellem af gælden stiger og at antallet af ejendomme er faldende.

5.4 Sammenfatning

I ovenstående er der foretaget en gennemgang af de indregnede dagsværdier af investeringsejendomme i DADES AS. DADES AS opkøber ejendomme med henblik på langtidsinvesteringer for øje, som dermed skal give et afkast. Det vurderes at DADES AS opfylder de krav, som fastlægges i årsregnskabsloven og regnskabsvejledningerne for at kunne indregne ejendomme som investeringsejendomme.

DADES AS foretager en beregning af dagsværdien på investeringsejendomme ud fra DCF-modellen. Der udarbejdes en 10 årig budget periode på baggrund af erfaringer mm. Da DCF-modellen er mere omfattende end afkastberegninger, er der foretaget en sandsynliggørelse af værdien af investeringsejendomme ud fra en afkastberegning over perioden 2005/06 til 2012/13. Det blev i teoriafsnittet gennemgået at DCF-modellen og afkastberegningen giver den samme værdi på en ejendom, dog ud fra forskellige betragtninger, hvorfor der er benyttet en afkastberegning i stedet for DCF-modellen. Til at udarbejde beregningen er der anvendt de oplysninger, som er givet i årsrapporterne for regnskabsårene 2005/06 til 2012/13.

Der er i den opstillede beregning i opgaven differencer i forhold til de faktiske indregnede værdier i årsrapporterne for DADES AS, hvilket kan skyldes, at oplysningerne i årsrapporterne ikke er fuldstændige for at kunne efterligne beregningen samt, at DADES foretager beregninger på ejendommen enkeltvis og beregningerne i opgaven er foretaget på totale tal givet i årsrapporterne for den udvalgte periode.

Hernæst er det forsøgt at besvare de uddybende spørgsmål i kapitel 1, for at forsøge at be- eller afkræfte hypotesen opstillet i samme kapitel. For at kunne vurdere om ejendommene er indregnet til en høj værdi, er der set på tab og gevinst ved salg af ejendomme i perioden 2005/06 til 2012/13, da ejendomme er et unikt produkt og det ikke er muligt at sammenholde med salg af ejendomme generelt. Det blev fundet at DADES AS generelt har gevinst på salg af ejendomme især i perioden 2005/06 til 2007/08, hvilket kan indikere at ejendommene er indregnet til en værdi som svarer til markedsværdi eller en værdi som ligger lidt under. Ved gennemgangen af værdierne er der ligeledes set på de værdireguleringer som DADES AS foretager i perioden og på de underliggende

forklaringer til værdireguleringerne og reguleringerne skyldes i høj grad, at der bliver foretaget forbedringer på ejendommene samt tilgange af ejendomme. Dog regulerer DADES AS værdien af ejendommen i forhold til den økonomiske situation på markedet og der derfor også foretaget nedskrivninger af ejendomme, trods forbedringer.

I perioden fra sælges der ejendomme, da disse ikke er strategiske for DADES AS. DADES AS har i perioden fokus på forbedringer samt vedligeholdelse af den eksisterende ejendomsportefølje, hvilket kan forklare den stigende gældsandel. DADES AS stiger, som tidligere nævnt, på en finansiering af ejendommene med en belåning på 60 % fra realkreditinstitutter, hvilket antages at være grundlaget for stigningen i gældsandelen i ejendommene.

Der er på baggrund af den foretagne analyse ikke fundet noget incitament for, at dagsværdien af investeringsejendommene er for høj som følge af høje gældsandele bundet i ejendommene. I det omfang det har været muligt at efterprøve afkastberegningerne i DADES AS vurderes de rimelige og tilstrækkelige til at værdiansætte investeringsejendomme og, at de indregnede værdier af investeringsejendommene dermed giver et retvisende billede af ejendommens dagsværdi . Der bliver løbende foretaget investeringer i nye ejendomme og der er kun begrænset med salg af ejendomme i perioden. Det har ligeledes ikke været muligt at konkludere, at ejendommene i DADES AS ikke følger de faktiske markedspriser.

6. Følsomhedsanalyse – afkastkrav

I ovenstående er indregningen af investeringsejendomme gennemgået. Der er foretaget en gennemgang af den teoretiske del, hvor årsregnskabsloven og regnskabsvejledningerne er gennemgået i forhold til krav til investeringsejendomme.

I denne forbindelse er det set, at der er flere faktorer som spiller ind på værdiansættelsen af investeringsejendomme og den bygger i høj grad på skøn. En faktor som især spiller ind på værdiansættelsen er afkastkravet. En forhøjelse af afkastkravet, hvis andre faktorer er konstante betyder en lavere værdi af ejendommen og omvendt betyder et mindre afkastkrav en højere værdi af ejendommen.

For at afdække disse usikkerhed kan der udarbejdes følsomhedsanalyser på eksempelvis afkastkravet. Dette kan ligeledes være med til at underbygge værdien af ejendommene.¹⁶¹

I både Jeudan A/S og DADES AS er der foretaget en følsomhedsanalyse af afkastkravet for at illustrere følsomheden af værdiansættelsen på investeringsejendommene.¹⁶² Der er i opgaven ikke foretaget en gennemgang af følsomhedsanalyserne i DADES AS og Jeudan A/S, da dette ikke har været formålet med opgaven samt at omfanget af opgaven ikke har gjort dette muligt. Det vurderes dog hensigtsmæssigt, at der er foretaget følsomhedsanalyser af afkastkravet og ville være et grundlag for videre uddybelse af opgaven og værdien på investeringsejendomme.

¹⁶¹ <http://www.kpmg.com/dk/da/vores-ydelser/advisory/corporate-finance/vaerdiinsaettelse/sider/risiko-og-foelsomhedsanalyser.aspx>

¹⁶² Årsrapporter fra DADES AS og Jeudan A/S

7. Konklusion

Investerings ejendomme er ejendomme, som er erhvervet med langtidsinvestering for øje og dermed mulighed for at opnå afkast af investeringen. Det er ikke muligt at indregne alle ejendomme som en investerings ejendom, da årsregnskabsloven og regnskabsvejledningerne fremsætter visse krav til investerings ejendomme. I regnskabsvejledning 16 beskrives der hvilke ejendomme, som kan betegnes som værende investerings ejendomme. Der lægges især vægt på at det skal være ejendomme som er anskaffet med henblik på langtidsinvestering og ikke hurtigt salg. Årsregnskabsloven beskriver hvorledes en investerings ejendom skal behandles blandt andet, at den efterfølgende indregning af ejendommen skal ske til dagsværdi, som er det beløb ejendommen forventes at kunne omsættes til i en handel mellem uafhængige parter. Dagsværdien af en investerings ejendom skal opgøres hvert år i forbindelse med regnskabsafslutningen, og værdireguleringen af ejendommen indregnes over resultatopgørelsen.

Der er flere metoder hvorpå dagsværdien kan fastsættes. I forbindelse med investerings ejendomme er der grundlæggende to metoder, som anvendes til at estimere dagsværdien af en investerings ejendom. De to metoder er afkastberegning, eller normalindtjeningsmetoden og Discounted Cash Flow-modellen. Normalindtjeningsmetoden tager udgangspunkt i de lejeindtægter, som er tilknyttet ejendommen fratrukket de omkostninger, som hører til ejendommen. Resultatet heraf ganges med et forrentningskrav, som investor fastsætter ud fra den risiko der er fundet med ejendommen samt det krav der er til forrentningen af den investerede kapital i ejendommen. DCF-modellen tager modsat udgangspunkt i en budget periode for ejendommen som tilbagediskonteres til nutidsværdi og igen ganges med afkastkravet til ejendommen.

Som følge af finanskrisen som ramte samfundet i 2008 oplevede ejendoms markedet et fald i priser, omsætningen og adgangen til likviditet. Dette har betydet større risiko i forbindelse med investerings ejendomme og ligeledes en fald i værdierne af ejendommene. Erhvervsstyrelsen har i 2009 udarbejdet et notat, hvori det beskrives, at der har været en tendens til for højt indregnede værdier af investerings ejendomme. I samme notat fastsætter styrelsen metoder, hvorpå værdien af investerings ejendomme kan estimeres.

Da der i ejendomme er bundet store andele af gæld, som følge af at realkreditbelåning er den billigste belåning på ejendomme samt, at finanskrisen har betydet store fald i værdierne i ejendommene, kan det derfor give incitament til at investorerne ikke er villige til at foretage de

nødvendige nedskrivninger af ejendomme. Dette vil midlertidigt stride mod det retvisende billede, som er hovedklausulen for årsregnskabsloven.

På baggrund af en analyse foretaget på to udvalgte ejendomsselskaber, som indregner deres ejendomme til dagsværdi kan det konkluderes, at der ikke vises en umiddelbar tendens til en sammenhæng mellem en stor gældsandel bundet i ejendommen og manglende nedskrivninger på samme ejendom. Analysen er foretaget for perioden fra 2005 til 2013 og viser, at det ene ejendomsselskab har foretaget opskrivninger af ejendomme og samtidigt haft et tab på salg af ejendommen, hvilket kan give anledning til at mene at ejendommene er overvurderet. Dog har samme selskab opkøbt mange ejendomme i samme periode samt foretaget forbedringer på ejendommene, hvilket taler for opskrivninger. Det andet selskab, som er udvalgt til analyse har i samme periode haft gevinst på salg af ejendomme og foretaget nedskrivninger af ejendommene i ejendomsporteføljen, med begrundelse i faldende vækst på markedet. Der er i analysen foretaget en efterprøvning af dagsværdien på ejendommen, men grundet manglende oplysninger har det ikke været muligt at efterprøve beregningerne nøjagtigt.

En faktor som spiller væsentligt ind på dagsværdien af investeringsejendomme er afkastkravet. De anvendte afkastkrav som de to virksomheder benytter til at værdiansætte deres investeringsejendomme er sammenholdt med afkastkrav fra Colliers. Der er i denne forbindelse ikke fundet nogen væsentlige afvigelser. Dog foretager begge virksomheder følsomhedsanalyser af deres afkastkrav for at illustrere betydningen af disse. Følsomhedsanalyserne er dog ikke blevet efterprøvet.

Yderligere konkluderes det, at de indregnede værdier af investeringsejendommene i selskaberne må antages give et retvisende billede, således at den indregnede værdi af investeringsejendommene svarer de samme ejendommers dagsværdi.

8. Perspektivering

Den information som er givet i de udvalgte årsrapporter, som er anvendt i analysen af dagsværdien af investeringsejendomme og gældsandelen i samme ejendomme har været begrænset. Dette har sat en begrænsning for, hvor dybdegående analysen er udarbejdet. Det har ikke været muligt at indhente alle de oplysninger, som medtages i estimeringen af dagsværdien af investeringsejendomme, da årsrapporterne ikke har givet det fulde kendskab til regnskabstallene og de overvejelser, som virksomhederne har foretaget i forbindelse med estimeringen af dagsværdien. Havde budgetter og overvejelser, som ligger bag estimeringen af dagsværdien af investeringsejendommene været tilgængelige havde det været muligt at gå mere i dybden med estimeringerne og beregningerne.

Yderligere havde det været interessant at se på følsomhedsanalyserne for afkastkravet, som er anvendt i virksomhederne til at estimere dagsværdien af investeringsejendommene. Da afkastkravet er en væsentlig faktor i estimeringen heraf, kan en ændring have en væsentlig betydning for ejendommens dagsværdi. Det har dog grundet opgavens omfang ikke været muligt at gå mere i dybden med dette.

Der er taget udgangspunkt i to ejendomsselskaber, som indregner ejendomme som investeringsejendomme. Det ville have været interessant at udvide populationen og foretage en bredere analyse således, at flere selskaber blev inddraget i analysen. Dette vil eventuelt kunne vise en mere klar tendens og et mere klart forhold mellem dagsværdien af investeringsejendomme og gældsandelen i ejendommene.

Ligeledes ville det have været interessant at se yderligere på tab og gevinst ved salg af ejendomme. Hvis analysen udbredes således at flere selskaber inddrages og der inddrages flere salg af ejendomme i perioden omkring finanskrisen kunne det muligvis have givet et mere klart billede af om, ejendommene indregnet i årsrapporterne er overvurderet. Det har dog grundet opgavens omfang ikke været muligt at udvide populationen, eller gå mere i dybden med tab og gevinst ved salg af ejendomme samt har der været begrænset adgang til informationer.

En anden mulighed ville have været at undersøge den generelle tendens i forhold til dagsværdien af ejendomme og gældsandelen tilknyttet til investeringsejendomme, hvis der var en database, således at analysen kunne foretages overordnet og ikke på virksomhed niveau. Det har dog ikke været muligt at få adgang til sådan en database.

Litteraturliste

Love og Standarder:

- Årsregnskabsloven 2013
- Regnskabsvejledning 10 og 16

Bekendtgørelser

- Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9

Bøger:

- Ib Andersen, 2008, *Den skinbarlige virkelighed – vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne*, Forlaget Samfundlitteratur, Frederiksberg
- KPMG, 7. udgave 2012/2013, *Indsigt i årsregnskabsloven*
- Jens O. Elling, 2. udgave, 3. oplag 2012, *Finansiel rapportering – teori og regulering*, Forlaget Gjellerup, København
- Karnov Group, 1. udgave, 1. oplag 2012, *Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 10 og 16*, Forlaget Karnov Group, København
- Gabriel Hawawini og Claude Viallet, 4. udgave 2011, *Finance for Executives; Managing for Value Creation*, South-Western, Cengage Learning
- Henrik Steffensen, Jens Otto Damgaard, Lykke Jensen og Jan-Christian Nilsen, 5. udgave, 1. oplag 2007, *Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven*, Forlaget Thomson A/S, København

Hjemmeside:

- www.statistikbanken.dk

- http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=201423172128133872671NATHD08.px&gr_type=0&PLanguage=0
(01.02.2014)
- <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>
(01.02.2014)
- <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>
(01.02.2014)
- dn-erhverv.dk
<http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>
(18.03.2014)
- www.jeudan.dk
<http://www.jeudan.dk/om-jeudan/profil/>
(16.04.2014)
- <http://www.jeudan.dk/om-jeudan/strategi/>
(16.04.2014)
- www.colliers.com
<http://www.colliers.com/da-dk/denmark/about>
(17.04.2014)
- www.dades.dk
http://www.dades.dk/Om_DADES.aspx
(17.04.2014)
- http://www.dades.dk/Om_DADES/Forretningsgrundlag.aspx
(17.04.2014)
- www.kpmg.com/dk
<http://www.kpmg.com/dk/da/vores-ydelser/advisory/corporate-finance/vaerdiansaettelse/sider/risiko-og-foelsomhedsanalyser.aspx>

(18.04.2014)

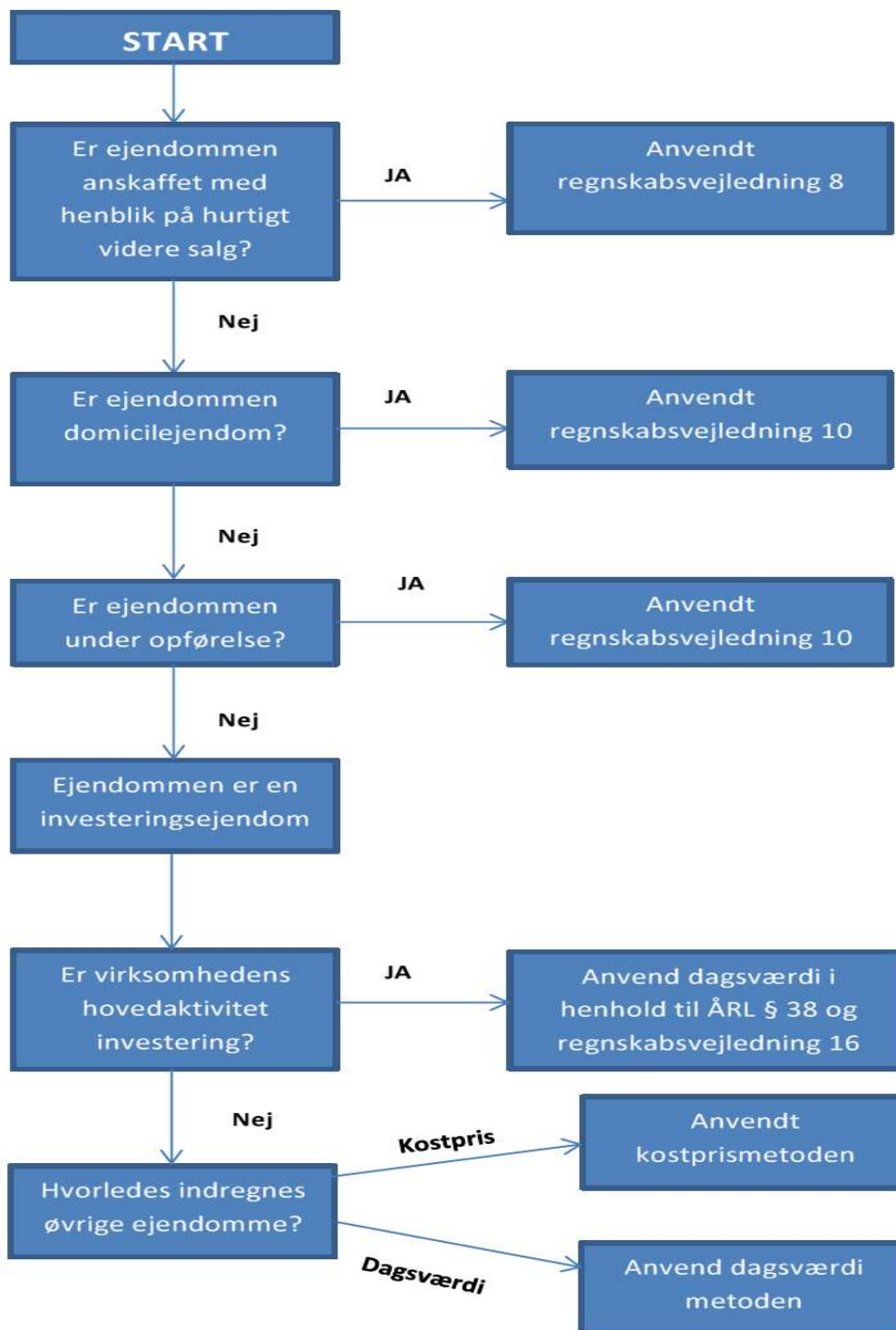
Publikationer:

- Notat fra Erhvervsstyrelsen 3. april 2009
- Ejendomsforeningen Danmark, 2013, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav*
- Ejendomsforeningen Danmark, 2006, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*
- Colliers Markedsrapport, kontor 2009
- Colliers Markedsrapport, Investering 2010, november 2010
- Colliers Markedsrapport, Status, 4. kvartal, 2011
- Colliers Markedsrapport, Status, 4. kvartal 2012

Årsrapporter

- Jeudan A/S, årsrapport 2005 til 2012
- DADES AS, årsrapporter 2005/06 til 2012/13

Bilag 1



Udarbejdet på baggrund af regnskabsvejledning 16 og årsregnskabsloven

Bilag 3

| Jeudan A/S (koncern tal) | | | | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| <i>t.kr.</i> | | | | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| <i>Resultatopgørelse</i> | | | | | | | | |
| Nettoomsætning | 379.160 | 439.948 | 524.075 | 737.844 | 743.750 | 1.015.413 | 1.174.499 | 1.145.402 |
| Bruttoresultat | 254.858 | 281.337 | 333.438 | 412.754 | 464.041 | 610.872 | 653.884 | 684.964 |
| Resultat før finansielle poster (EBIT) | 232.189 | 252.753 | 368.637 | 300.540 | 414.463 | 544.731 | 584.868 | 602.154 |
| Resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) | 140.920 | 150.713 | 154.043 | 185.932 | 181.364 | 254.605 | 308.253 | 381.365 |
| Resultat før skat | 504.939 | 892.970 | 313.347 | -528.578 | 267.692 | 305.711 | 31.346 | -334.096 |
| Årets nettoresultat | 650.044 | 363.733 | 277.167 | -397.706 | 202.022 | 228.794 | 23.723 | -250.724 |
| | | | | | | | | |
| Gevinst/tab ved salg af ejendomme | 54.323 | 22.622 | -2.458 | -666 | 0 | -11.933 | 309.330 | 174.111 |
| Gevinst/tab på finansielle forpligtelser | -47.842 | -872 | -1.093 | -67.750 | 135.362 | -449.696 | -951.679 | -524.130 |
| | | | | | | | | |
| <i>Balance</i> | | | | | | | | |
| Investeringsejendomme | 4.791.046 | 5.601.917 | 7.680.860 | 8.634.310 | 12.680.291 | 13.894.609 | 14.959.157 | 16.386.724 |
| Aktiver i alt | 5.380.290 | 6.044.680 | 8.826.811 | 9.426.359 | 13.069.717 | 14.203.889 | 15.566.302 | 17.005.604 |
| Egenkapital | 2.174.695 | 2.480.168 | 3.428.748 | 2.955.112 | 3.281.457 | 4.383.424 | 4.016.409 | 3.927.476 |
| Forpligtelser (realkredit og finansiering) | 2.283.166 | 2.479.098 | 4.540.909 | 5.761.380 | 8.741.235 | 8.729.342 | 10.542.017 | 11.980.081 |
| | | | | | | | | |
| <i>Pengestrømme</i> | | | | | | | | |
| Driftsaktiviteter | 108.565 | 127.861 | 136.709 | 89.734 | 159.716 | 199.589 | 242.351 | 408.616 |
| Investeringsaktiviteter | -80.581 | -359.757 | -817.460 | -787.897 | -763.974 | -772.649 | -1.281.974 | -705.818 |
| Finansieringsaktiviteter | -269.437 | 194.953 | 119.923 | 1.381.202 | -1.093.798 | 1.497.038 | 730.210 | 1.248.093 |
| I alt | | | | | | | | |
| | | | | | | | | |
| Køb investeringsejendomme | -333.286 | -214.159 | -142.481 | -407.486 | -363.763 | -737.918 | -167.914 | -790.712 |
| Salg investeringsejendomme | 543.697 | 102.464 | 796 | 834 | 0 | 325.234 | 0 | 11.830 |

Kilde: Jeudan A/S – årsrapporter 2005-2012

Bilag 4

| DADES AS (koncern tal) | | | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>mio. kr.</i> | | | | | | | | |
| | 2005/06 | 2006/07 | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 | 2012/13 |
| <i>Resultatopgørelse</i> | | | | | | | | |
| Nettoomsætning | 668 | 726 | 891 | 1.065 | 1.126 | 1.156 | 1.180 | 1.142 |
| Resultat før finansielle poster | 345 | 436 | 550 | 792 | 680 | 694 | 748 | 693 |
| Resultat før kurs- og værdireguleringer | 183 | 221 | 223 | 370 | 252 | 283 | 373 | 369 |
| Resultat før skat | 1.223 | 1.025 | 620 | -199 | 50 | 441 | 102 | -179 |
| Årets nettoresultat | 874 | 869 | 459 | -150 | 39 | 331 | 68 | 11 |
| | | | | | | | | |
| Gevinst/tab ved salg af ejendomme | 56 | 40 | 32 | 1 | 2 | 2 | -1 | 1 |
| Gevinst/tab på finansielle forpligtelser | -1 | 4 | -7 | -80 | -2 | -5 | -9 | -5 |
| | | | | | | | | |
| <i>Balance</i> | | | | | | | | |
| Investeringsejendomme | 9.372 | 11.231 | 14.067 | 15.967 | 17.659 | 18.293 | 18.376 | 17.767 |
| Aktiver i alt | 9.527 | 11.439 | 14.404 | 17.538 | 17.816 | 18.480 | 18.515 | 17.895 |
| Egenkapital | 3.792 | 4.605 | 5.007 | 4.754 | 4.717 | 4.977 | 4.973 | 4.910 |
| Gældsforpligtelser | 5.735 | 6.834 | 9.397 | 12.784 | 13.099 | 13.503 | 13.542 | 12.985 |

Kilde; DADES A/S – årsrapporter 2005/06 til 2012/13